

**DISEÑO DE INDICADOR FINANCIERO PARA MEDIR EL FLUJO DE EFECTIVO
DE MANERA ALTERNATIVA AL EBITDA**

**En las Empresas del Sector Comercial en la Ciudad de Manizales, entre los
años 2008 a 2012**



EDGAR MAURICIO MORA MERCHAN

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MANIZALES
FACULTAD DE ESTUDIOS SOCIALES Y EMPRESARIALES
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS**

Manizales, 2015

**DISEÑO DE INDICADOR FINANCIERO PARA MEDIR EL FLUJO DE EFECTIVO
DE MANERA ALTERNATIVA AL EBITDA**

**En las Empresas del Sector Comercial en la Ciudad de Manizales, entre los
años 2008 a 2012**

EDGAR MAURICIO MORA MERCHAN

Director:

GABRIEL EDUARDO ESCOBAR

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MANIZALES
FACULTAD DE ESTUDIOS SOCIALES Y EMPRESARIALES
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE NEGOCIOS**

Manizales, 2015

DEDICATORIA

A Dios por permitirme estar vivo y seguir buscando mis sueños en su camino

A mi hermosa esposa Olga, por su inagotable apoyo y su amor eterno

A mi amado hijo Juan Sebastián por el deseo de vivir que produce su existencia

A mi madre, quien me enseñó que con amor, dedicación y entrega se hace todo

Y a mi familia que de manera incondicional siempre apoyó esta travesía.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a mi director de trabajo, el Profesor Gabriel Eduardo Escobar por su capacidad de enseñanza, por su dedicación y por su disposición permanente de orientar, aclarar y colaborar.

Al profesor Oscar Hoyos por su apoyo constante y su capacidad efectiva de gerenciar la maestría.

A todos los docentes del MBA que tuvieron paciencia con este galeno y

A todos mis compañeros de la cohorte V con quienes me divertí mucho y me enseñaron experiencias de vida.

TABLA DE CONTENIDO

DEDICATORIA.....	3
AGRADECIMIENTOS	4
TABLA DE CONTENIDO.....	5
RESUMEN	12
ABSTRACT	14
INTRODUCCIÓN	15
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	19
JUSTIFICACIÓN	24
3.1 OBJETIVO GENERAL	27
REFERENTE TEÓRICO	28
4.1 EL ROE -RETURN OF EQUITY- RETORNO DEL PATRIMONIO:	29
4.2 EL ROA -RETURN OF ACTIVE- RETORNO DEL ACTIVO:	31
I. ROA operativo:	32
4.2.2 ROA sin atípicos:	32
II. ROA funcional:	33
a. ESTADOS FINANCIEROS:	35
4.4.1 Balance General:.....	35
4.4.2 Estado de Resultados:	35
4.4.3 Estado de Fuentes y Aplicación de Fondos (EFAF):.....	36
4.4.4 Estado de Flujos de Efectivo (EFE) o Flujo de Caja:.....	36
4.4.5 Estado de Cambios en el Patrimonio:	36
4.5. EBITDA:	36

4.5.1 Limitaciones del EBITDA.....	39
4.5.2. Contradictores del EBITDA:	40
4.6 FLUJOS DE EFECTIVO:	44
4.6.1 El flujo de efectivo de operaciones o de explotación:.....	50
4.6.2 El Flujo de Efectivo de las Inversiones:.....	51
4.6.3 El Flujo de Efectivo de Financiación:.....	52
4.6.3.1 Aportes de capital:.....	53
4.6.3.2 Créditos externos:	53
4.6.3.3 Venta de activos fijos:	54
4.6.3.4 Emisión de Acciones:	55
4.6.3.5 Generación Interna de Fondos (GIF):	56
4.6.3.6 Pago de las Obligaciones:.....	58
4.6.3.7 Pago de los Impuestos:.....	58
4.6.3.8 Pago de las obligaciones laborales:	59
4.6.3.9 Pago de Obligaciones a los Propietarios:.....	60
4.7.1 Fuente:	60
4.7.2 Aplicación:	60
4.8 ELABORACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO DE FINANCIACIÓN:.....	64
4.9 CAPITAL DE TRABAJO (KT):.....	65
4.9.1 Capital de Trabajo Operativo (KTO) y Capital de Trabajo Neto Operativo:	66
4.10. EBITBA AJUSTADO:	68
4.11 INDICADORES FINANCIEROS:.....	69
4.12. Contabilidad de caja y por causación:.....	71
4.13. Gestión Empresarial:	72
DISEÑO METODOLÓGICO	77
5.1 POBLACIÓN O UNIVERSO.....	77

5.2 FASE 1 REVISIÓN DE LA TENDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DE INDICADORES TRADICIONALES EBITDA VS FLUJO DE EFECTIVO NETO DE OPERACIÓN.	79
5.3 FASE 2.OBTENCIÓN Y CÁLCULO DEL INDICADOR ALTERNATIVO:	80
RESULTADOS	82
CONCLUSIONES.....	121
RECOMENDACIONES	124
CRONOGRAMA.....	127
PRESUPUESTO	128
10.1 PRESUPUESTO GENERAL:	128
10.2 RECURSO HUMANO:	128
10.3 EQUIPO DE CÓMPUTO:	128
10.4 VIAJES:.....	129
10.5 MATERIALES:	129
BIBLIOGRAFÍA	130

INDICE DE TABLAS

Tabla 1 POBLACION TOTAL EMPRESAS SECTOR COMERCIAL MANIZALES 2008-2012	78
Tabla 2 EBITDA SUBSECTOR COMERCIO MENOR EBITDA DEL 2008 A 2012	84
Tabla 3 EBITDA SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES DEL 2008 A 2012	85
Tabla 4 EBITDA SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS DEL 2008 A 2012.....	85
Tabla 5 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, SUBSECTOR COMERCIO MAYOR	87
Tabla 6 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMERCIO MENOR.....	88
Tabla 7 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES.....	89
Tabla 8 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACION DE 2008 A 2012, SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS.....	90
Tabla 9 COMPARATIVA EBITDA VS FENO EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012	94
Tabla 10 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MAYOR 2008 A 2012.....	95
Tabla 11 EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR 2008 A 2012 ..	98
Tabla 12 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES 2008 AL 2012	99
Tabla 13 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS 2008 AL 2012.....	101
Tabla 14 COMPOARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008 - 2012	103

Tabla 15 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SECTOR COMERCIAL, MANIZALES 2008 A 2012	107
Tabla 16COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACION SECTOR COMERCIAL, MANIZALES 2008 A 2012	108
Tabla 17 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MAYOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012	111
Tabla 18COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012	113
Tabla 19 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES, MANIZALES 2008 A 2012	115
Tabla 20 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS, MANIZALES 2008 A 2012.....	117
Tabla 21 COMPARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012	119

INDICE DE GRAFICOS

Ilustración 1 EBITDA VS FENO empresas del sector comercial ciudad de Manizales 2008 -2012.....	94
Ilustración 2 resultado porcentual EBITDA VS FENO empresas del sector comercial ciudad de Manizales 2008-2012	95
Ilustración 3 EBITDA VS FENO. elaboración propia subsector comercio mayor ciudad de Manizales 2008-2012.....	96
Ilustración 4 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector comercio mayor ciudad de Manizales 2008-2012.elaboración propia	97
Ilustración 5 EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR DE MANIZALES 2008-2012.....	98
Ilustración 6 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector comercio menor de Manizales 2008 - 2012.	99
Ilustración 7 EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes de Manizales 2008 - 2012.	100
Ilustración 8 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes de Manizales 2008 - 2012.....	100
Ilustración 9 . EBITDA VS FENO subsector vehículos y actividades conexas Manizales 2008 - 2012.	102
Ilustración 10 RESULTADO PORCENTUAL EBITDA VS FENO subsector vehículos y actividades conexas Manizales 2008 - 2012.....	102
Ilustración 11 Comparativo de los promedio del EBITDA vs FENO en los 5 años de análisis del sector comercial de la ciudad de Manizales, 2008-2012	104

Ilustración 12 Comparativa EBITDA Ajustado VS FENO Flujo de efectivo neto operación sector comercial, Manizales 2008 - 2012.	109
Ilustración 13 Resultado porcentual comparativa EBITDA Ajustado VS FENO Flujo de efectivo neto operación sector comercial, Manizales 2008 - 2012.	110
Ilustración 14 EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO SUBSECTOR comercio mayor, ciudad Manizales 2008 - 2012.....	111
Ilustración 15 RESULTADO PORCENTUAL EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio mayor, ciudad Manizales 2008 – 2012.....	112
Ilustración 16 EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio menor, ciudad Manizales 2008 - 2012.....	114
Ilustración 17 Resultado porcentual EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio menor, ciudad Manizales 2008 - 2012.....	114
Ilustración 18 EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes, ciudad Manizales 2008 – 2012	116
Ilustración 19 Resultado porcentual comparativa EBITDA AJUSTADO VS FLUJO EFECTIVO NETO OPERACIÓN, FENOR, subsector combustibles y lubricantes, ciudad Manizales 2008 - 2012.....	116
Ilustración 20 EBITDA AJUSTADO VS FENO subsector vehículos y actividades conexas, ciudad Manizales 2008 – 2012	118
Ilustración 21 Resultado porcentual EBITDA AJUSTADO VS FENO subsector vehículos y actividades conexas, ciudad Manizales 2008 – 2012.....	118
Ilustración 22 Promedio del quinquenio 2008-2012 EBITDA Ajustado VS FENO. Sector comercial ciudad de Manizales.	119

RESUMEN

Este trabajo propone un indicador alternativo al EBITDA denominado EBIDTA AJUSTADO, como resultado de sumar al EBITDA la Varianza del Capital de Trabajo, para aproximar en los análisis financieros de una empresa de una manera más objetiva el concepto de Flujo de Caja. Este indicador propuesto se calculo junto con el EBITDA y el FENO Flujo de Efectivo Neto de Operación para las empresas del sector Comercial de la ciudad de Manizales que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades en los años 2008 al 2012. Con una población de estudio de 59 empresas, las cuales se subdividieron en 4 subsectores según división interna de la Supersociedades para el sector.

La premisa del trabajo es que el EBITDA en valores reales es mayor al FENO y que esta diferencia en términos de análisis financieros puede sobredimensionar una empresa cuando se valore, en nuestro análisis en la comparación de EBITDA vs FENO se evidencio que 39 empresas en promedio de los 5 años, es decir el 66,78%, presentaban un valor de EBITDA mayor que el FENO, y que esta diferencia en el subsector Comercio por Mayor llegaba al 70,37%. Evidenciado una disminución franca de esta diferencia al comparar el EBITDA AJUSTADO vs FENO, donde el 44,07% de las empresas presentaban un menor FENO, es decir 33 de las 59 empresas presentaban un mayor EBITDA AJUSTADO. Por lo que

concluimos que este indicador alternativo a la forma de calcular el EBITDA nos permite una aproximación más real al flujo de caja de las empresas.

ABSTRACT

This paper proposes an alternative measure to EBITDA called ADJUSTED EBITDA, as calculated by adding to EBITDA variance Working Capital to bring in financial analysis of a company in a more objective way the concept of cash flow. This proposed indicator was calculated with FENO EBITDA and Net Cash Flow from Operations for companies in the Commercial sector of the city of Manizales who reported their financial statements to the Superintendency of Corporations in the years 2008 to 2012. With a population of study of 59 companies, which were subdivided into 4 subsector as internal division of the Superintendence for the sector. The premise of the work is that the EBITDA in real terms is higher than FENO and that this difference in terms of financial analysis may overestimate a company when it is valued, in our analysis in comparing EBITDA VS FENO was evident that 39 companies on average 5 years, is 66.78%, had a value greater than the FENO EBITDA, and that this difference in the subsector Wholesale Trade arrived at 70.37%. Shown a clear decrease of this difference when comparing ADJUSTED EBITDA VS FENO, where 44.07% of companies had a lower FENO, is 33 of the 59 companies had higher ADJUSTED EBITDA. So we conclude that this alternative way to calculate the indicator EBITDA allows us a more realistic cash flow of firms approach.

INTRODUCCIÓN

El documento que se presenta es la tesis de grado como requisito para optar al título de Máster en Administración de Negocios MBA en la Universidad Autónoma de Manizales. En la primera parte se hace la presentación del problema, la justificación y la motivación para realizar la investigación, además de la formulación del objetivo general y de los objetivos específicos. En la segunda parte se presenta el Marco teórico que sustenta los tópicos de la investigación, haciendo énfasis en los siguientes indicadores: EBITDA, Flujo de Efectivo Neto Operativo y Capital de Trabajo como ejes fundamentales del trabajo de investigación y resaltando la importancia de otros indicadores financieros, que si bien no son motivo de la investigación, ni se realizará un análisis de estos, son importantes en el contexto de la valoración de empresas, tales como: Retorno sobre el patrimonio (ROE), Retorno del Activo (ROA), y el Valor Económico Agregado (EVA) entre otros. Por último se explica la metodología utilizada para la obtención, cálculo y análisis de los datos a ser presentados y consolidados en el informe final.

Este trabajo de investigación nace de entender que los indicadores financieros son una herramienta fundamental para medir el desempeño de una empresa, sociedad, industria ó compañía desde el punto de vista económico y de manejo de los recursos; entre estos los financieros; éstos recursos, nos permiten

identificar el dinero o el flujo de efectivo disponible para cubrir las necesidades operativas y de crecimiento de las empresas, y facilitan los análisis para la toma de decisiones en el corto, mediano y largo plazo.

Se analizan el EBITDA y el Flujo Efectivo Neto de Operaciones FENO como indicadores financieros para medir el flujo de efectivo en un periodo de tiempo, en nuestro caso 1 quinquenio; años 2008 al 2012, se cuestiona el uso del EBITDA como indicador relacionado con el flujo de efectivo y se toman referentes teóricos que refuerzan estas críticas y se plantea el diseño de un nuevo indicador alternativo al que se llamó EBITDA Ajustado. El análisis se realiza en 59 empresas del sector comercial de la ciudad de Manizales, divididas en 4 subsectores los cuales son: Comercio al por Mayor, Comercio al por menor, Comercio de combustible y lubricantes y Comercio de vehículos y actividades conexas, que reportaron sus estados financieros ante la Superintendencia de Sociedades en el período 2008-2012.

El Flujo de Efectivo Neto de Operación se obtuvo directamente de la base de datos del SIREM en la página WEB de la Supersociedades y el EBITDA se calculó, tomando los valores necesarios para ello de la misma base de datos SIREM.

Se parte de la hipótesis que el EBITDA es un mayor valor comparado con el Flujo Efectivo Neto de Operación en la mayoría de los casos. Teniendo en cuenta que el

EBITDA en su cálculo, no considera las variaciones en el capital de trabajo, se propuso un indicador alternativo a éste denominado: $EBITDA \text{ Ajustado} = EBITDA + VARIACION \text{ CAPITAL DE TRABAJO}$, que se complementa con el valor obtenido al calcular la variación del capital de trabajo, como un nuevo indicador que se ajusta mejor y permite un análisis a la realidad más fiable de una empresa en un periodo de tiempo determinado.

Se toma como referencia el sector comercial en la ciudad de Manizales o como población objeto de estudio, no como objetivo central de la investigación, ni con el objetivo de realizar un análisis detallado del mismo, se definió éste como parte de una idea investigativa, en la cual otros maestrantes del MBA de la UAM trabajan la misma idea con el mismo asesor en el sector industrial y otro en el sector servicios. Se resalta que en el este sector comercial viene creciendo el número de empresas de la ciudad de Manizales que reportan información a la Supersociedades, en nuestros análisis encontramos que para el año 2003 solo informaban 32 empresas y para el año 2012 reportaban 84, con este dato no inferimos de entrada un auge del sector pero si resaltamos la mejoría en la presentación de la información, lo que nos permite inferir que ya sea por obligación legal o por responsabilidad empresarial se está instaurando una cultura de la información.

Es por esto que el objeto del trabajo pretende cuestionar, comparar y definir una manera alternativa del EBITDA como indicador y no al sector comercial de la

ciudad, por esto se realizó la comparación de los indicadores EBITDA y Flujo de Efectivo Neto Operativo, para corroborar nuestra hipótesis de que el EBITDA siempre nos da un valor más alto en términos reales que el FENO y de allí esgrimiremos las conclusiones. Lo anterior, sumado a la comparación hecha con el nuevo indicador propuesto deberá aportar a los empresarios mayores herramientas en la toma de sus decisiones.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El problema que se desea analizar en el presente trabajo parte de la premisa que el EBITDA se viene usando de manera equívoca o inadecuada toda vez que se relaciona directamente con el flujo de efectivo generado en la operación, para cubrir los compromisos con la deuda y con los accionistas de las organizaciones. Se propone entonces la siguiente pregunta de investigación, como columna vertebral de la misma:

¿CUÁL INDICADOR FINANCIERO PERMITE MEDIR DE MANERA ALTERNATIVA AL EBITDA EL FLUJO DE CAJA EN LAS EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIAL DE LA CIUDAD DE MANIZALES?

El análisis financiero para las empresas es el centro de atención sobre el que gira la mayor parte del quehacer administrativo en ellas. Sobre éste se toman decisiones de endeudamiento, inversión o venta y para bien o para mal, es también donde se centran la mayoría de las miradas de accionistas y miembros de juntas directivas, como lo enuncian Brigham – Houston y Ehrhardt – Brigham (2005). Esto, sumado a la incertidumbre motivada por el contexto globalizado de la

economía, que recalca como lo manifiesta Flórez (2008) **el enorme interés de las finanzas corporativas.**

Es tal la importancia de los indicadores financieros, que son el eje fundamental sobre el que se construyen metodologías estratégicas tan ampliamente utilizadas como el Balanced Scorecard (BSC) o Cuadro de Mando Integral, por Kaplan & Norton, bajo esta metodología, se vislumbra la compañía desde 4 diferentes perspectivas: la Perspectivas del cliente, de los procesos internos, la del aprendizaje y crecimiento, y la Perspectiva Financiera (ver figura 1).



Figura 1. CONSTRUCCIÓN Y ESTRUCTURA DEL BSC¹

Es tan amplia la gama de indicadores que se desprenden del ejercicio financiero, que precisamente uno de los retos al que se enfrentan los analistas es identificar precisamente cuáles pueden dar mejores indicios en un contexto específico.

¹ Tomado de GERENCIA ESTRATÉGICA Y BALANCED SCORECARD. Asesorías Integrales En Gerencia S. en C 1996.

El ROE (Return of Equity), el ROA (Return of Active), EGO (Efectivo Generado en La Operación), EVA (Economic Value Agregated), EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) son algunos de los tantos indicadores que dan la imagen del comportamiento en cifras de la organización. Este trabajo, se focaliza principalmente en el EBITDA, el cual viene ganando muchos adeptos y está siendo cada vez más considerado al interior de las empresas. Según Rodríguez (2010) el EBITDA tiene su mayor auge en el boom de las adquisiciones y fusiones empresariales de los años 80 y 90, y aún hoy, se sigue usando por ejemplo como una medida aproximada para la valoración de compañías en casos de venta y compra.

Paralelo al EBITDA, el otro indicador que se desea analizar en este trabajo es Flujo de Efectivo Neto de Operación y con este las diferentes variantes que se derivan del Concepto de Capital de Trabajo. Por supuesto, ese universo amplio de posibilidades que ofrece tanta variedad de indicadores puede inducir a interpretar de manera ambigua o simplemente equivocada el comportamiento de una variable. Jhon Percival² pone de manifiesto este riesgo, cuando cuestiona ***la posibilidad que se planteó siempre, sobre todo en los años 80, de relacionar el EBITDA con la capacidad de endeudamiento y la generación de efectivo para cubrir dicha deuda (2002, Pág. 2).*** Es decir, muchos han establecido una relación directa entre el EBITDA y el flujo de caja casi hasta considerarlos variables similares,

²Profesor asociado de finanzas en Wharton Universidad de Pensilvania. Referencia tomada de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-get-rid-of-ebitda/>

como Chen, N & Mahajan (2008) ***donde los autores usan el EBITDA en términos del Flujo de efectivo o Cash Flow.***

En este trabajo se pretende formular un indicador financiero alternativo, que aproxime de una manera más objetiva y directa a la obtención del flujo de efectivo de la empresa, complementando de alguna manera el uso que se le ha dado al EBITDA en este sentido. No es objetivo de ésta investigación un análisis del sector comercial como sector formal de la economía, ni sus falencias, ventajas competitivas o las situaciones del entorno que lo alteren o le favorezcan, utilizamos del sector comercial la información que estos presentan a la Supersociedades como exigencia legal del Estado colombiano.

En nuestra investigación indagamos investigaciones similares sobre la comparación del EBITDA como indicador financiero con otro tipo de indicadores financieros y/o el planteamiento de indicadores alternativos a éste, evidenciamos la realizada por Arias, Jaime (2014, Pág. 64), como tesis de grado para la MBA de la Universidad Autónoma de Manizales, ***“Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales, en la cual concluyen “La mayoría de las empresas del sector servicios de la ciudad de Manizales presenta un indicador EBITDA mayor que el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones y a su vez mayor también frente al nuevo indicador propuesto (Flujo de Efectivo o EBITDA Ajustado). Esto puede explicarse apoyado en el concepto del inadecuado manejo en las variaciones del capital de trabajo, en la mayoría de las empresas a las que se les***

realizó el estudio, pues como se ha reconocido de tiempo atrás, el EBITDA es ajeno a estas variaciones dado que no las considera para su cálculo, reforzando a favor las tesis de autores mencionados en el presente trabajo como Jhon Percival, Benjamín Neuhausen y Jordan Rohan”. Investigación ésta que se acerca a lo planteado en nuestro trabajo de grado.

La segunda investigación es de Velazco C. Jader (2011), *Esquema de decisión de inversión a partir del análisis del EBITDA. Estudio de caso para el sector de consumo Discrecional del Standard and Poor’s 500 en el periodo 1992- 2011*, como trabajo de grado para optar al título de Especialista en Gestión Financiera Empresarial de la Universidad de Medellín. *“El precio responde a las variaciones del EBITDA. Por lo tanto, es posible tomar decisiones de inversión a partir de éste. Los modelos permitieron esta conclusión con una alta correlación y niveles de significancia del 99% en la mayoría de los casos. Ahora, la relevancia del EBITDA en el análisis financiero, como inductor operativo de valor, propulsor de crecimiento y fuente de los flujos de caja y por ende de la valoración, no puede ser ajena a los pulsos del mercado. El EBITDA, se ha demostrado, que crea una senda de equilibrio hacia la que el precio converge y que las fluctuaciones de éste último sobre el primero generan oportunidades de inversión (2011, Pág. 38).* Esta investigación afirma la que el EBITDA sigue siendo un indicador confiable en algunos sectores, que toman decisiones financieras de inversión con base en éste.

JUSTIFICACIÓN

Toda empresa independiente de su tamaño, ubicación, sector de la economía, de su rentabilidad, entre muchas otras variables, requiere de la toma decisiones en la gestión financiera, con el fin único de la empresa, persistir en el tiempo, toda organización requiere contar con la mayor información veraz, objetiva y posible y debe ser lo suficientemente eficaz y aguda, para no llevar al analista financiero, a las juntas directivas, a los gerentes y demás profesionales que intervienen en la toma decisiones a interpretaciones sesgadas, obtusas o equivocadas, derivadas de cifras o indicadores ineficaces, lo que pondría en riesgo el funcionamiento y la estabilidad financiera de la empresa.

El flujo de caja de una empresa permite a éstas cubrir las necesidades operativas del negocio, una ausencia de efecto o falta de liquidez podría en un tiempo determinado, conllevar a situaciones irremediables en la persistencia de la empresa. Por tanto, la medición ajustada y permanente del flujo de caja será siempre una preocupación incesante en el seno de las organizaciones. De esta manera se considera relevante la búsqueda de las herramientas que permitan su medición, gestión y análisis.

El EBITDA como indicador, como lo resalta el autor Cornejo (2006) ***como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales durante un determinado período***, y aún más con toda la importancia que hoy se le resalta en el ámbito financiero, se le reconocen limitaciones como ignorar los cambios en el capital de trabajo, además de ser una medida confusa de liquidez.

Varios autores como Percival (2002), Bastidas (2007) ***recalcan y ponen de manifiesto las falsas expectativas que pueden generar las cifras del EBITDA, cuando se asocian de manera directa al flujo de efectivo***. Por esta razón se plantea un nuevo indicador, EBITDA Ajustado, que lo complemente y lo robustezca y permita la toma de decisiones con más relevancia donde realmente impacta, que es en la medida de la autosuficiencia de la operación propia e innata del negocio, es decir, la capacidad de generación de recursos por el objeto propio de la empresa.

El planteamiento de un nuevo indicador que complemente los ampliamente conocidos como el EBITDA y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones, se constituye en un aporte importante no solo académico sino también empresarial con posibilidades latentes de extrapolarse a cualquier otro entorno sectorial, ya que el análisis de los indicadores financieros impacta de igual manera a cualquier empresa o corporación.

Por otro lado, la toma de decisiones gerenciales debe estar respaldada por cifras e indicadores que de manera objetiva reflejen el quehacer de las compañías y que consideren aspectos fundamentales de ellas. Por lo anterior para la Universidad Autónoma y su Facultad de Estudios Sociales y Empresariales este trabajo de investigación constituye un aporte no solo académico, sino también de complemento para la evaluación y valoración a las empresas del sector objeto de este estudio, con posibilidades latentes de extrapolarse a cualquier entorno empresarial

OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GENERAL

Plantear un indicador financiero que permita medir el flujo de efectivo de manera alternativa o complementaria al EBITDA.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Elaborar el EBITDA y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones (FENO) y el capital de trabajo para todas las empresas del sector comercial de la ciudad de Manizales en el período 2008-2012.
- Realizar un análisis comparativo entre los resultados obtenidos para el EBITDA calculado y el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones (FENO) para todas las empresas del sector comercial de Manizales en el período 2008-2012.
- Proponer un indicador alternativo o complementario al EBITDA, denominado EBITDA Ajustado, para medir el flujo de caja en las empresas del sector comercial en la ciudad de Manizales en el periodo 2008 – 2012, comparándolo con el EBITDA y el FENO

REFERENTE TEÓRICO

El presente trabajo toca diferentes tópicos de las Finanzas corporativas, centrando su discusión en los conceptos de EBITDA, Capital de Trabajo, Capital de Trabajo Neto, Capital de Trabajo Neto Operativo, Flujo de Efectivo Neto de la Operación, entre otras variables del quehacer financiero de las organizaciones.

El análisis financiero para las empresas es el centro de atención sobre el que gira la mayor parte del quehacer administrativo en estas. El análisis financiero tradicional es necrológico, *se basa en autopsias que se le hacen a la firma; para ver qué pasó; y no hay suficiente énfasis en el futuro. El pasado es inmodificable y los decisores, sólo pueden afectar el futuro con sus decisiones. El pasado sólo sirve para evaluar qué tan buenas resultaron las decisiones que se tomaron meses o años antes. En la medida en que el análisis del pasado sirva para corregir acciones equivocadas o reforzar acciones acertadas, será útil,*

www.javeriana.edu.co/decisiones/analfin/capitulo2.

Sobre el análisis financiero se toman decisiones de endeudamiento, inversión o venta y para bien o para mal es también donde se centran la mayoría de las miradas de accionistas y miembros de juntas directivas (Brigham, E. & Houston, J., 2005 y Ehrhardt, M. & Brigham, E, 2007(Cap. 4, Pág. 84). Esto, *sumado a la*

incertidumbre motivada por el contexto globalizado de la economía, recalca el enorme interés de las finanzas corporativas, (Flórez, L., 2008).

Es tal la importancia de los indicadores financieros, que son el eje fundamental sobre el que se construyen metodologías estratégicas, por ejemplo el Balanced Scorecard (BSC) o Cuadro de Mando Integral (Kaplan, R, 1996) ***Bajo esta metodología, se vislumbra la compañía desde diferentes perspectivas, dentro de las que se destaca y prepondera, además de las Perspectivas del cliente, la de los procesos internos, la perspectiva de aprendizaje y crecimiento, y la Perspectiva Financiera*** (ver figura 1).

Es tan amplia la gama de indicadores que se desprenden del ejercicio financiero, que precisamente uno de los retos al que se enfrentan los analistas es identificar precisamente cuáles pueden dar mejores indicios en un contexto específico. La información contable o financiera de poco nos sirve si no la interpretamos, si no la comprendemos y allí es donde surge la necesidad del análisis financiero entendiendo el entorno de la empresa y su realidad.

4.1 EL ROE -RETURN OF EQUITY- RETORNO DEL PATRIMONIO:

El retorno sobre patrimonio neto ROE (por sus siglas en inglés) es uno de los importantes indicadores de rentabilidad que hay que tener en cuenta para

seleccionar compañías exitosas a largo plazo (Neffa, G., Abril 2014). Básicamente, se calcula mediante la división de dos datos financieros de la empresa: el ingreso neto de la empresa y su patrimonio neto. El primero es su ganancia final luego de pagar todos los gastos del año, mientras que el otro representa el valor contable del patrimonio de los accionistas. Por ejemplo, se puede tomar una firma con una ganancia neta anual de 20 millones de dólares y un patrimonio neto de 100 millones. El ROE para ese año fue de $20/100 = 20\%$. Esto implica que por cada 100 dólares de patrimonio de los accionistas, el negocio otorgó un beneficio de 20 dólares.

Este indicador responde a la pregunta de qué tan eficiente es el management de la empresa para extraer ganancias del capital del que dispone. En definitiva, está estudiando la capacidad de la firma para agregar valor a sí misma con el paso del tiempo. A largo plazo, los precios de las acciones convergen en función del valor de la compañía que representan, con lo cual no es de extrañar que existan muchos especialistas que respaldan su importancia como herramienta para pronosticar el retorno que pueda esperar un inversor. De allí que sea uno de los indicadores más importantes en el marco del análisis fundamental. Sin embargo, para poder estudiar a fondo esta variable y sus implicancias, existen varios aspectos importantes que debe tenerse en cuenta.

En primer lugar, es central revisar la evolución histórica del indicador y sus perspectivas futuras. En los negocios modernos, las cosas pueden cambiar a un ritmo vertiginosamente rápido, con lo cual la simple observación del ROE de una compañía durante un año determinado puede ser insuficiente para medirla de manera completa. Es importante, entonces, comprender cómo se genera este indicador en cada firma, y en función de estos factores, estimar sus perspectivas futuras. *No es lo mismo una empresa que logra incrementar sus ganancias reduciendo los costos que incrementando las ventas. Con la primera, tarde o temprano se llega a un límite en el cual no se pueden seguir realizando sin afectar de manera negativa el desempeño de la compañía. La otra, en cambio, suele ser una fuente mucho más sustentable para generar ganancias crecientes*, (Neffa, G., 2014).

4.2 EL ROA -RETURN OF ACTIVE- RETORNO DEL ACTIVO:

El ROA se define como el rendimiento económico sobre la inversión total realizada sin considerar la forma de su financiación (Neffa, G. Septiembre 2014). La fórmula general es: **Resultados/Activos totales netos medios**, dependiendo del fin de uso la fórmula admite modificaciones. Los activos totales son netos ya que la amortización y el deterioro no generan resultado. Se pueden generar **Tres variantes del ROA** dependiendo de los aspectos a analizar:

I. ROA operativo:

Resultado neto- Gastos financieros x (1- tipo impositivo)

Activos totales netos medios

Esta variante del ROA es la que describe fielmente la definición, es decir, la rentabilidad de los activos independientemente de su financiación, teniendo en cuenta **el efecto apalancamiento**. *El efecto apalancamiento es el beneficio fiscal que se produce como consecuencia de un mayor endeudamiento, cuanto la empresa mas se endeuda más intereses paga, sin embargo eso se traduce en una menor contribución en el impuesto de sociedades*, (Neffa, G., 2014)

4.2.2 ROA sin atípicos:

Beneficio antes de intereses e impuestos - Atípicos

Activos totales netos medios

En ocasiones en el ejercicio empresarial se producen gastos o ingresos atípico que no dependen de la voluntad del empresario, es decir situaciones fortuitas o accidentes en la empresa que generan un gasto inesperado, éstos puede ser: incendios, desastres naturales, hurtos, daños en equipos, o ingresos por ventas de vehículo de transporte, de bienes muebles o inmuebles a un mayor valor de lo contabilizado. Estos gastos o ingresos atípicos pueden distorsionar el análisis fiel del resultado por ello han de ser eliminados. Esta segunda variante permite conocer la rentabilidad de los activos independientemente de cómo se han financiado y cuál es su tipo impositivo. En otras palabras, permite evaluar la

calidad de los directivos de una entidad y su capacidad para que la empresa genere resultados recurrentes. Una empresa que no tenga un resultado recurrente constante y aceptable, es muy dependiente a condiciones externas y tendrá grandes dificultades para obtener financiación ajena (ya sea en mercados secundarios o a través de préstamos bancarios).

II. ROA funcional:

Resultado neto

Activos totales netos medios – activos Extrafuncionales

El tercer modelo de ROA, se usa para evaluar la gestión de los directivos sobre la actividad principal de la empresa. ***Un activo extrafuncional, es aquel que permanece en propiedad de la empresa, y ésta, no los utiliza para desarrollar su actividad principal*** (Neffa, G., 2014), por ejemplo una empresa cárnica que tenga en su propiedad unas oficinas en otra ciudad. Supongamos dos empresas que tienen el mismo resultado y el mismo balance, sin embargo una de ellas tiene un 80% de activos extrafuncionales (empresa A), mientras que la otra carece de ellos (empresa B). Es decir, la empresa A consigue con menos activos, el mismo resultado que la empresa B, por tanto, es más eficiente.

En ocasiones, ***se utiliza una mezcla de las dos últimas variantes tomando como numerador (el ROA menos atípicos) y en el denominador los activos totales medios menos los activos extrafuncionales. Esta variante mixta, va también en la línea de***

evaluar la gestión de los directivos atendiendo única y exclusivamente a la actividad principal (Neffa, G., 2014).

Dos funcionalidades del ROA en el mundo empresarial de gran utilidad:

1. No endeudarse **NUNCA** a un **tipo de interés superior al ROA**.
2. De la descomposición del ROA, se puede obtener el margen de la empresa así como su rotación.

EGO (Efectivo Generado en La Operación: flujo de caja bruto – incremento del KTNO) es un indicador por excelencia para medir la gestión gerencial. El valor resultante muestra la capacidad de la compañía para cubrir el incremento del activo operativo de la empresa, es decir el capital de trabajo neto operativo y el incremento del activo fijo (2013 www.gerencie.com)

4.3 EL EVA -ECONOMIC VALUE AGREGATED- VALOR ECONÓMICO AGREGADO

El EVA mide si la utilidad es suficiente para cubrir el Costo de Capital empleado en la generación de utilidad, Su resultado les da a los accionistas, inversionistas e interesados elementos de juicio para visualizar si se generó valor en determinado periodo de tiempo (Acuña, G. 2001).

a. ESTADOS FINANCIEROS:

Un estado financiero es una relación de cifras monetarias vinculadas con uno o varios aspectos específicos del negocio y presentadas con un ordenamiento determinado. Los estados financieros deben cumplir tres requisitos fundamentales: Confiables, equitativos y comprensibles, García Serna (García S, O. L, 2009). En Colombia, la ley 222 de 1995 obliga a las empresas a diligenciar y presentar los estados financieros y en el decreto 2649 de 1993, en el artículo 22, se ha establecido claramente cuáles son los cinco estados financieros básicos:

4.4.1 Balance General:

Muestra el estado general de la empresa en un momento de tiempo X, generalmente en el cierre de un período de análisis (mensual, anual), de lo que corresponde a lo que la empresa posee (activos) contra lo que la empresa adeuda y el capital de los accionistas.

4.4.2 Estado de Resultados:

Resumen de los ingresos y gastos de la compañía para un periodo determinado, que concluye con las ganancias o pérdidas netas para dicho periodo, (Van, James & Wachowics, John, 2002).

4.4.3 Estado de Fuentes y Aplicación de Fondos (EFAF):

También llamado **Estado de Cambios en la Posición Financiera**, *es un estado que muestra de donde provinieron (fuente o origen) y en qué se utilizaron (usos) los recursos (fondos) económicos que la empresa tuvo disponibles durante un periodo determinado*, (García S, O. L., 2009)

4.4.4 Estado de Flujos de Efectivo (EFE) o Flujo de Caja:

Es la versión del EFAF pero considerando únicamente los movimientos de efectivo, es decir, en este caso los recursos hacen referencia única y exclusivamente al efectivo.

4.4.5 Estado de Cambios en el Patrimonio:

Tiene como finalidad mostrar las variaciones que sufran los diferentes elementos que componen el patrimonio, en un periodo determinado.

4.5. EBITDA:

Es la sigla que resume el siguiente concepto: Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, es decir, Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Cardona, G, J, 2007). *Tiene su mayor auge en el boom de las adquisiciones y fusiones de los años 80 y 90*, (Rodríguez, A., 2010) y

aún hoy por ejemplo se sigue usando como una medida aproximada para la valoración de compañías en casos de venta y compra de éstas. Una buena aproximación al concepto de EBITDA, lo entregan (Cornejo, E. & Díaz, D. 2006) al plantear: ***Así, como su nombre lo indica, es la utilidad antes de descontar los intereses, las depreciaciones, las amortizaciones y los impuestos. Esta cifra se obtiene a partir del Estado de Resultado (o Estado de Pérdidas y Ganancias) y suele ser útil como medida de los beneficios económicos generados por una compañía a partir de sus actividades operacionales durante un determinado período, ya que prescinde de cuestiones financieras y tributarias, así como de gastos contables que no implican pagos efectivos de dinero.*** En términos del Estado de Resultados, el EBITDA se obtiene de la siguiente manera:

Ventas
(-) Costo Ventas
Utilidad Bruta
(-) Gastos Administrativos
(-) Gastos de Ventas
Utilidad Operacional (ó EBIT)
(+)Amortizaciones
(+)Depreciaciones
EBITDA
(/) Ventas
MARGEN EBITDA (%)

El EBITDA es una medida absoluta en la unidad de la moneda manejada, pesos, dólares, yenes, euros, entre otras, pero se hace necesario utilizar un indicador que permita obtener conclusiones sobre la eficiencia de la gestión operacional de la empresa y efectuar comparaciones entre empresas de diferente tamaño y de diferentes áreas de negocios, por esto se recurre al Margen EBITDA. El caso ideal de este indicador es un valor de 100%, que representaría que cada peso vendido se convirtió en utilidad para cubrir deuda, dividendos y tributos. Es decir, ***El margen EBITDA muestra, en términos de porcentaje, la capacidad de la empresa para generar efectivo, por cada peso de ventas. Lo ideal es lograr un alto margen, ya que esto muestra cómo los ingresos superan los desembolsos en efectivo. Por lo tanto, uno de los esfuerzos fundamentales de la administración es lograr el crecimiento de dicho margen. Esto, indudablemente, se reflejará en una mejora operacional del negocio y se incrementarán las posibilidades de permanencia, crecimiento y generación de valor, (Cardona, 2007).***

Por supuesto, ese universo amplio de posibilidades que ofrece tanta variedad de indicadores puede inducir a interpretar de manera ambigua o simplemente equivocada el comportamiento de una variable. (Jhon Percival³ tomada de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-get-rid-of-ebitda/>, pone de manifiesto este riesgo, cuando cuestiona la posibilidad que se planteó siempre, sobre todo en los años 80, de relacionar el EBITDA con la capacidad de endeudamiento y la generación de efectivo para cubrir dicha deuda. ***Es decir,***

³Profesor asociado de finanzas en Wharton Universidad de Pensilvania. Referencia tomada de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-get-rid-of-ebitda/>

muchos han establecido una relación directa entre el EBITDA y el flujo de caja casi hasta considerarlos variables similares, como (Chen, N & Mahajan, 2008). A donde los autores usan el EBITDA en términos del Flujo de efectivo o Cash Flow.

4.5.1 Limitaciones del EBITDA

Desde la década de los noventa el EBITDA ha recibido múltiples críticas como indicador de gestión, particularmente *porque acepta manipulaciones contables y no refleja la verdadera condición de caja de una compañía* (Moody's 2011). Por este motivo y luego de la manipulación excesiva del indicador en la era punto com, la GAAP (U.S. Generally Accepted Accounting Principles) *invalidó el uso del EBITDA como un indicador de la operación y advirtió, que si no se maneja con cuidado, el EBITDA puede llevar el análisis a conclusiones incorrectas*. Del mismo modo, la SEC (Securities Exchange Commission) y IOSCO (International Organization Securities Commissions) *no aceptan informes de gestión basados en el EBITDA*. En consecuencia, los textos de valoración posteriores a la sanción de la GAAP evitaron el uso del EBITDA y de los múltiplos elaborados a partir de él (Thomas, 2009). A este respecto, en el año 2000 Moody's Investor Services resumió las limitaciones del EBITDA en 10 errores críticos:

1. *Ignora los cambios en el capital de trabajo y sobrestima los flujos de caja en períodos de crecimiento del capital de trabajo.*
2. *Puede ser una medida confusa de liquidez.*

- 3. No considera el monto de reinversión requerida, especialmente en compañías con activos de corta vida útil**
- 4. No dice nada acerca de la calidad de las utilidades.**
- 5. Utilizada por sí sola es una medida inadecuada para la adquisición de una empresa, utilizando valoración por múltiplos.**
- 6. Ignora la distinción en la calidad de los flujos de caja que resultan de las políticas contables. No todos los ingresos constituyen caja.**
- 7. No es un denominador común si hay normas contables diferentes.**
- 8. Ofrece protección limitada si se usa en cláusulas de contratos de deuda**
- 9. Puede desviarse de la realidad.**
- 10. No se ajusta muy bien a algunas industrias, pues no tiene en cuenta los atributos particulares de éstas.**

4.5.2. Contradictores del EBITDA:

Los contradictores dicen que este indicador ha sido utilizado por analistas e inversores como una herramienta para evaluar la salud fiscal de muchas empresas de alta tecnología, de comunicación y de otro tipo de empresas con alto componente de activos que no generan beneficios pero que, sin embargo, tienen altos niveles de depreciación, amortización y otros costes. ***Es así como en los años 80 y 90 muchos analistas y otros expertos creían que apartando a un lado estos gastos, los cuales no están como norma general directamente ligados a las operaciones, podrían analizar y comparar de una manera más precisa el núcleo de operaciones de las empresas. De hecho, muchos trataron al EBITDA como si se***

tratase de un flujo de efectivo con algunas modificaciones, a veces refiriéndose a él erróneamente como free cash flow o cash flow de libre disposición (Percival, 2002).

Sin embargo, debería señalarse que una cuenta de resultados concilia los beneficios o pérdidas netos de la empresa durante un periodo con su liquidez al final de ese periodo, cosa que el EBITDA no consigue. Asimismo, el EBITDA tampoco es lo mismo que el *free cash flow*, que a grandes rasgos es el EBITDA menos los gastos en capital (adquisiciones de activos de larga vida útil como maquinaria, equipos y otros bienes que aparecen en el balance en lugar de aparecer en la cuenta de resultados). Es más, ***como por supuesto el EBITDA excluye muchos gastos, tampoco es indicador del beneficio neto. A la luz de todo lo apuntado, algunas personas se han cuestionado su utilidad*** (Percival, J. 2002)

Otros expertos en contabilidad también están planteando cuestiones acerca del EBITDA. Ben Neuhausen, director nacional de contabilidad en BDD Seidman, ***señala que el EBITDA sigue siendo un indicador valioso. Pero necesita ser utilizado con cuidado.*** Como medida de los resultados no es un sustituto del beneficio neto (Percival, J. 2002.). El ***EBITDA no tiene en cuenta los desembolsos en gastos de capital -los cuales pueden ser significativos- y también ignora los intereses y otros gastos específicos que pueden suponer una gran parte de los flujos de efectivo negativos de una empresa.***

El EBITDA, dice el profesor Percival (2002) ***originariamente fue utilizado para valorar la capacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas de corto plazo,***

de uno o dos años. Comparando el EBITDA con los intereses que teóricamente hay que pagar tendremos una idea sobre si hay suficientes beneficios de explotación como para afrontar el pago de esos intereses. Pero debido a que el EBITDA ignora muchas otras situaciones con flujos de efectivo negativos (como los gastos de capital), una empresa podría presentar un EBITDA espectacular pero no tener suficiente efectivo para hacer frente a sus intereses y a otros pagos. En realidad el problema se agudizó en los años 80, cuando las adquisiciones con apalancamiento -que típicamente conllevan altos niveles de endeudamiento-, empezaron a extenderse por todo el país.

En los años 80 la gente empezó a utilizar el EBITDA para encontrar buenos candidatos para las adquisiciones con apalancamiento, *se pensaba que el EBITDA era un buen indicador de la capacidad de una empresa para hacer frente al pago de sus deudas*, dice Percival (2002). Se hacían previsiones crecientes del EBITDA y se afirmaba que la empresa podía permitirse un nivel de endeudamiento mucho mayor. Tal y como explica el profesor Percival (2002), *utilizando análisis basados en el EBITDA se producían muchas adquisiciones con apalancamiento y por tanto también enormes cantidades de deuda en las empresas, las cuales más tarde se encontraban con que no había suficiente liquidez para hacerles frente.*

Pero Percival (2002) señala que el *EBITDA trabaja con algunos supuestos poco sólidos, como por ejemplo que todos los ingresos se van a hacer efectivos. Es absurdo -añade- utilizar el EBITDA para valorar empresas.* Para éste mismo autor, *el problema es que el valor de la empresa es en realidad un concepto relacionado con las acciones, y el valor de las acciones depende de los futuros flujos de*

efectivo de libre disposición o free cash flow. Debido a que no tiene en consideración los gastos intensivos en capital u otros gastos, ***en general el EBITDA es una aproximación muy mala del free cash flow; excepto para aplicaciones muy específicas y limitadas, el EBITDA es un indicador peligroso*** (Percival, 2002).

La escéptica opinión que Percival tiene del EBITDA es apoyada hoy día en diferente medida entre un amplio sector de profesionales de Wall Street y otros lugares. Uno de estos críticos es Jordan Rohan, director de Sound View Technology Group, que cubre los sectores de la comunicación y el entretenimiento, el cable y la comunicación online. Para este director (2002) ***A pesar de que el EBITDA era antes un método clave de valoración de las empresas de comunicación, ahora está siendo desplazado por otro método que incorpora el ratio precio-beneficio, el ratio precio-ventas, el EBITDA y análisis del cash flow.***

Por ejemplo, a principios del 2001, después de haber recalculado los ingresos esperados de las empresas basándose en los principios contables generalmente aceptados y no en el EBITDA, Rohan (2002) redujo las expectativas de cotizaciones de cuatro empresas de comunicación: Clear Channel Communications; AOL Time Warner, Walt Disney y Viacom. No obstante, Rohan (2002) advierte que tales expectativas están en constante movimiento. Incluso aquellos que establecen las normas de contabilidad se están cuestionando la validez del EBITDA, aunque en sus advertencias son reacios a admitir responsabilidades. Por ejemplo, en agosto de 2001, en una propuesta de proyecto llamada *Reporting Information About the Financial Performance of Business*

Enterprises (Proporcionando información sobre los resultados financieros de las empresas de negocios), el Financial Accounting Standards Board, FASB del 2001 (Comité de normas de contabilidad financiera) ***hizo constar su preocupación por el hecho de que muchas empresas utilicen cada vez más medidas alternativas e inconsistentes para sus resultados, incluyendo entre otras el EBITDA, y que ... el uso actual de estas medidas sea a menudo confuso y en muchas ocasiones engañoso. Este proyecto, llamado ahora Financial Performance Reporting by Business Enterprises, se encuentra actualmente en fase de elaboración*** (Percival, 2002)

Al igual que el profesor Percival, Neuhausen (2002) dice: ***que el atractivo original del EBITDA puede que resida en el gran volumen de adquisiciones con apalancamiento de los años 80. La estructura de esas adquisiciones con apalancamiento propició que la mayoría de ellas fueran contabilizadas por el método Purchase (o método de compra) en contraposición con el método Pooling-of-Interest, el cual fue más tarde eliminado por el FASB. Usando el método contable Purchase, los activos adquiridos son por lo general contabilizados por el comprador por su valor de mercado, el cual puede ser significativamente más elevado que el valor contemplado en los libros.***

4.6 FLUJOS DE EFECTIVO:

Es de real importancia la preparación de ciertos estados financieros para la evaluación y funcionamiento de las organizaciones y el estado de flujo de efectivo

es uno de ellos, ***el cual le provee información al analista financiero para conocer los orígenes y aplicaciones de los recursos financieros dentro de la organización, el cual también se utiliza para pronosticar los fondos futuros del mediano y el largo plazo, a diferencia de la preparación del presupuesto de caja que permite establecer el pronóstico de los recursos a corto plazo***, (Gitman L. J, 1978). ***Las finanzas aparte de ser un resultado del corto plazo, también son del largo plazo y la planeación financiera es una herramienta fundamental para este proceso, ya que como lo señala el autor*** (García S, O., 2009) Las empresas para el cumplimiento del objetivo básico financiero, el cual es un concepto de largo plazo, estas deben permanecer y crecer. Es por esto que el estado de flujo de efectivo es una herramienta fundamental para la toma de decisiones del largo plazo al interior de las organizaciones.

El estado de flujo de efectivo es una de las piezas más importantes que se pueden obtener a partir de los estados financieros (estado de balance general y estado de resultados) ya que este proporciona información sobre las entradas y salidas de efectivo reales que se dan en la organización durante un periodo de tiempo determinado, este estado se deriva a partir de la ecuación contable fundamental el cual determina que el valor de los activos es igual al valor de los pasivos más el valor del capital contable, por lo tanto, ***el flujo de efectivo derivado de los activos de la empresa debe ser igual a la suma del flujo de efectivo de los acreedores más el flujo de efectivo de los accionistas*** (Estupiñán G, R., 2009). ***El flujo de efectivo también se puede mostrar a partir de la actividad principal (flujo de efectivo de las operaciones), a partir de las actividades de financiación con terceros y accionistas***

(flujo de efectivo de la financiación) y a partir de las inversiones que se dedican a otras actividades alternas (flujo de efectivo de las inversiones). (Ross, Westerfield & Jordan, 1997).

Para Weston y Copeland (1997), *La comisión de principios de contabilidad financiera formuló la necesidad de construir un estado financiero que mejorara la información arrojada por los estados financieros básicos como son el balance general y el estado de resultados, este estado se denominó estado de flujos de efectivo*, el cual fue de obligatoria presentación para las empresas a partir del año 1987. *Los flujos de efectivo se presentan en tres categorías que son el flujo de efectivo de las actividades de operación, de las actividades de inversión y de las actividades de financiación* (Van, James & Wachowics, John, 2002). Esta adopción se realizó ya que es de vital importancia para los empresarios determinar si la actividad principal a la cual se dedica la empresa está generando efectivo o de forma contraria se hace necesario realizarle una inyección de recursos para que la empresa pueda operar normalmente sin contratiempos.

La suma de los tres flujos de efectivo mencionados anteriormente, dan como resultado el estado de flujo de efectivo el cual muestra la variación que ha presentado dicha cuenta de un periodo contable a otro. *Los principales rubros que generan efectivo a partir de la actividad principal en la empresa son las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar a los proveedores y los inventarios, lo cual se le conoce como capital de trabajo* (Weston y Copeland, 1997).

Para El autor (Brigham, F. & Houston, J., 2005) el flujo de efectivo es: ***un documento que presenta el impacto que tienen las actividades operativas, de inversión, y de financiamiento de una empresa sobre sus flujos de efectivo a largo plazo de un periodo contable, ayudando este estado a resolver inquietudes que se pueden generar a los administradores de la empresa tales como: ¿se está generando el efectivo suficiente para adquirir nuevos activos fijos? ¿Se hace necesario adquirir nuevas deudas para financiar las operaciones de la empresa? ¿Se cuenta con excedentes de efectivo para destinarlos al pago de deudas, dividendos o hacer otras inversiones?***

El autor Brigham (2005) dentro de su definición señala algo importante que es ***el impacto que tiene las actividades en los flujos de efectivo futuros al largo plazo, esto lo que quiere decir es que dependiendo la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo presente, este determina la generación de efectivo futura en el largo plazo***, el autor no se contradice con la mayoría de *autores que han tratado de estimar los flujos de efectivo futuros ya que sus estudios se basan es en la capacidad de generación de efectivo actual* (Batidas, 2007).

Wild, Subramanyam y Halsey (2007) presentan el estado de flujo de efectivo ***como la información que muestra las entradas y salidas de efectivo durante un periodo de tiempo mostrando la relevancia de este estado en cuanto a que el efectivo es el activo que representa mayor liquidez y muestra el principio y el fin del ciclo de operación de una empresa***. Es importante realizar el estudio del efectivo al interior

de las organizaciones ya que es este rubro quien paga los dividendos, las deudas, sustituye los activos fijos, amplía las instalaciones, paga a los proveedores, a los empleados y al estado. Por lo tanto el análisis de entrada y salidas de dinero es uno de los ejercicios de investigación más importantes ya que este estado ayuda a evaluar la liquidez, la solvencia y la flexibilidad financiera, ***entendiéndose por liquidez la cercanía al efectivo de los activos y de los pasivos, la solvencia la capacidad de pagar las deudas cuando estas llegan a su vencimiento y por flexibilidad financiera la capacidad de reaccionar y ajustarse a las oportunidades y a las adversidades*** (Wild, Subramanyam & Halsey, 2007).

Al igual que otros autores como Estupiñan y Fornero (2009), ***señalan que los flujos de efectivo se deben presentar en varios informes de acuerdo a la actividad que realiza el efectivo, estas actividades son la operación, la financiación y la inversión***. En las actividades de operación, se relacionan las utilidades de la empresa producto de los gastos y los ingresos que están representados en el estado de resultados. También muestra las entradas y salidas de dinero producto de la operación y de la relación con clientes y proveedores. También este estado contiene datos del balance general que se relacionan con la actividad principal como son los inventarios, los dineros depositados en el banco, los proveedores, entre otros. En las actividades de inversión, se muestran los medios para adquirir y vender activos fijos, las inversiones en valores o en bolsa de valores u otros activos financieros. En las actividades de financiación, ***se muestran los medios para aportar, retirar y pagar fondos, como también la financiación de la empresa de acuerdo a la fuente de sus recursos*** (Wild, Subramanyam & Halsey, 2007).

Para el autor (Ortiz A, H, 2006) ***el flujo de efectivo es la reconstrucción del movimiento de efectivo, en cuanto a entradas, salidas y saldo final del periodo. Se permite observar en el flujo de efectivo la procedencia del efectivo y cuál fue la utilización de dicho rubro durante un periodo de tiempo determinado.*** El autor critica dicho estado en la medida que no proporciona la información suficiente cuando el análisis se realiza para largos periodos de tiempo como por ejemplo a un año.

(García S, O. L, 2009), describe el flujo de efectivo así: ***Es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: acreedores y socios. A los acreedores se les atiende con servicio a la deuda (capital más intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de las cuales es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos.*** Por lo tanto la gestión gerencial debe propender por el permanente aumento del flujo de caja libre de la empresa.

Y como lo describe (Ross, Westerfield & Jordan, 2007) ***el flujo de efectivo es el que ayuda a explicar el cambio en el efectivo contable y los equivalentes mostrando de esta forma los diferentes flujos de efectivo, existiendo varios tipos de flujo de caja los cuales son necesarios para comprender la situación financiera de la empresa.*** El flujo de caja operativo, definido como beneficios antes de intereses y depreciación menos impuestos, mide el efectivo generado a partir de las operaciones sin contar los requerimientos de inversión o capital de trabajo. El flujo de caja total de la

empresa, incluye los ajustes por gasto de capital y sumas al capital de trabajo neto.

Para el autor (Estupiñan G, R, 2009), ***el flujo de efectivo es el estado financiero básico que muestra el neto del efectivo al final de un periodo, mediante discriminación del efectivo recibido y pagado o utilizado dentro de una administración financiera y operativa.*** También señala el autor que es importante distinguir cada una de las divisiones que presentan los flujos de efectivo en su parte operativa, de inversión y financiación, ya que este permite un mejor análisis de la información para la toma de decisiones por parte de la gerencia de la organización. El objetivo de construir el estado de flujo de efectivo es poder explicar los movimientos del dinero provenientes tanto de la actividad principal como de otras actividades alternas, como son la financiación y la inversión.

4.6.1 El flujo de efectivo de operaciones o de explotación:

Muestra el efectivo recibido y pagado a partir de las operaciones del objeto social de la empresa. El flujo de efectivo de las inversiones, ***son los pagos que tiene su origen en la adquisición de activos no corrientes, tales como propiedad planta y equipo, inversiones financieras e inversiones inmobiliarias*** (Estupiñan G, R, 2009).

El flujo de efectivo de la financiación, comprende los cobros procedentes de la adquisición por terceros de títulos valores emitidos por la empresas o de recursos concebidos por entidades financieras o terceros en forma de préstamos u otros instrumentos de deuda. Es importante tener en cuenta que el autor señala que ***en***

el flujo de efectivo de las inversiones se deben incluir las inversiones en planta y equipo, pero este tipo de inversiones son aquellas que no están destinadas para ejercer la actividad principal del negocio, ya que si se da de forma contraria, estas inversiones hacen parte del flujo de efectivo de las operaciones.

Los flujos de efectivo se dividen en tres: *flujo de efectivo de las operaciones, de las actividades de financiación y de las actividades de inversión, que al ser sumados da como resultado el Flujo de Efectivo Total* (Estupiñan G, R, 2009).

Se entiende por Flujo de Efectivo de las Operaciones, las entradas y salidas de efectivo por ejercer la actividad principal del negocio, es decir, producto de la fabricación y venta de unos bienes o por la comercialización o la prestación de un servicio. En términos simples, para Estupiñan (2009) ***el flujo de efectivo de las operaciones, es el flujo generado por en el giro normal del negocio sin incluir otros ingresos u otros egresos.***

4.6.2 El Flujo de Efectivo de las Inversiones:

Muestra la entrada y salida de recursos monetarios producto de diferentes actividades de inversión diferentes a la actividad principal (Estupiñan G, R, 2009).

Un ejemplo de ello, podría ser los intereses de los depósitos bancarios a través de diferentes productos financieros.

4.6.3 El Flujo de Efectivo de Financiación:

Muestra las entradas y salidas de recursos monetarios que se dan al interior de la organización por parte de terceros y sus dueños o accionistas (Estupiñán G, R, 2009).

El cálculo de los flujos de efectivo se puede realizar a través de la construcción del EFAF (Estado de Fuentes y Aplicaciones de Fondos) estado financiero que muestra de donde salen los recursos monetarios en la organización y cuál fue la utilización que se le dio a cada uno de estos recursos, para así determinar el rumbo que se le da a cada uno de los dineros, ya sea que se destinaron a su actividad principal, en las actividades de financiación o en las actividades de inversión. En el EFAF se comparan diferentes estados financieros (Balance General y Estado de Resultados) consecutivos en su periodicidad, para poder conocer así la fuente y la utilización de los recursos.

Una empresa puede obtener recursos con aportes de capital de los dueños, con créditos externos, con venta de activos fijos, con la emisión de acciones y a través de la Generación Interna de Fondos (GIF) que se refiere a recursos que se generan al interior de la organización por ejercer la actividad principal del negocio y otras actividades alternas como lo son la financiación y las inversiones (García S, O. L, 2009).

Todos los anteriores rubros son los llamados fondos, entendiendo por estos, aquellos recursos económicos de que la empresa dispone o espera obtener para el normal funcionamiento de esta.

A continuación se presenta cada una de las fuentes con las que cuenta la empresa
(García S, O. L, 2009):

4.6.3.1 Aportes de capital:

Los dueños o socios de las empresas para poder participar de esta pueden hacer aportes de diferentes maneras, ya sea con ***conocimiento, dinero, activos fijos o cualquier otro elemento que pueda ser valorado en unidades monetarias***. Estos son recursos que se utilizan para la operación de la empresa. Los aportes que hacen los socios son una fuente de largo plazo ya que estos recursos se utilizan o permanecerán durante largos periodos de tiempo dentro de la empresa.

4.6.3.2 Créditos externos:

Los préstamos es una fuente de financiación muy utilizada por las empresas, ya que trabajar con estos recursos, en la mayoría de los casos, resulta menos costoso que obtener financiación a través de recursos propios. Para García (2009) ***Una empresa puede financiarse a través de fuentes externas (créditos externos) con préstamos bancarios, con los proveedores, con las prestaciones sociales por pagar a los empleados, con los impuestos por pagar (a la renta y complementarios, impuestos que las empresas generan y registran en los estados financieros de forma mensual y que su cancelación se realiza al siguiente año del periodo***

contable, lo que genera una entrada de recursos monetarios para la organización), con bonos (títulos que pueden emitir las empresas inscritas en bolsa de valores y que son previamente calificados antes de su emisión como forma de financiación de largo plazo), entre otros.

Conocer al interior de una organización el costo de financiarse con terceros o con los dueños, es un factor muy importante en cuanto a rentabilidades se refiere y este costo es el que se conoce como costo de capital promedio ponderado, que es el costo de financiamiento total de una organización teniendo en cuenta las diferentes fuentes de financiación con las que puede contar el empresario, para su cálculo se realiza a través de un promedio ponderado de acuerdo al monto de financiación de cada una de las fuentes con las cuales se está obteniendo dicha financiación.

4.6.3.3 Venta de activos fijos:

Dentro de una organización generalmente se da el caso en el cual, por ejemplo una máquina puede estar ya muy utilizada o deteriorada, por lo tanto esta puede ser adquirida por otra empresa que necesite de ella. A partir de esta venta la compañía obtiene unos recursos monetarios, los cuales puede invertir en la compra de una nueva máquina para mejorar el proceso productivo o simplemente para incrementar el nivel de productos en proceso o terminados.

Los recursos que se obtienen por la venta de activos fijos, son generalmente de largo plazo, ya que usualmente se invierten en mejoras del activo vendido, el cual

se espera utilizar durante un largo periodo de tiempo dentro de la empresa. (García S, O. L, 2009)

4.6.3.4 Emisión de Acciones:

Otra forma de obtener recursos es a través de la emisión de acciones - es decir, títulos representativos de propiedad que le dan derecho a voz y voto a sus tenedores en la asamblea de accionistas y que generalmente entregan un dividendo periódico⁴ - en la cual los compradores de estos títulos se convierten en participantes de las actividades de la empresa, o sea están corriendo con los riesgos empresariales.

Los inversionistas colocan el dinero en las empresas con el objeto de venderlas después por un precio mayor al de adquisición, no con el objeto de ser dueños de las empresas; pero si tener derechos sobre la misma. Para que los accionistas puedan vender sus acciones en el mercado a un precio mayor, necesariamente la empresa debe tener unos sólidos resultados económicos, en otras palabras, debe cumplir o ir en busca constante del alcance del objetivo básico financiero, donde el valor de la empresa va a aumentar y por ende el valor de la acción en el mercado.

Cabe anotar que según (García S, O. L, 2009) ***el objetivo básico financiero es la maximización de su valor o la maximización de la riqueza del propietario.*** Con base en la teoría de flujo de fondos, el objetivo financiero se convierte en la generación

⁴ Para la emisión de acciones las empresas deben estar inscritas en bolsa de valores y deben tener la denominación sociedad anónima (S.A.). Una forma de financiación menos costosa que otras fuentes que se ofrecen en el mercado.

de fondos hoy y siempre, hoy y en el futuro, cuyo objeto es garantizar la permanencia de la empresa en el mercado.

Estos recursos son de largo plazo para la empresa, pero para el accionista pueden ser de corto o largo plazo según el tipo de inversionista, ya sea de tipo activo o pasivo, entendiendo por inversionista activo, aquel que compra acciones de una empresa para obtener una utilidad en el corto plazo y venderla rápidamente. Mientras que el inversionista pasivo adquiere acciones para conservarlas durante un largo periodo de tiempo esperando obtener de esta unos buenos dividendos y una buena valorización en el mercado.

4.6.3.5 Generación Interna de Fondos (GIF):

De todas las fuentes de financiación con las que cuenta una empresa, la más importante es la Generación Interna de Fondos (García S, O. L, 2009) .Esto se debe a que las empresas se crean con el objeto de transformar y comercializar bienes y servicios y por esta actividad esperan obtener unos beneficios, por lo tanto de estas ganancias una parte se destina generalmente, para el mejoramiento de la empresa y otra para los dueños representada en dividendos, señalando de esta forma que una empresa para tener un buen desempeño debe tener la capacidad de generar sus propios recursos para la efectiva operación, es entonces, a esto lo que llamamos Generación Interna de Fondos.

Un buen administrador debe tomar decisiones claras y correctas de financiación, es decir, de obtención de recursos, donde debe haber una proporción balanceada entre generación interna de fondos y deuda, donde no se comprometa la empresa en el futuro y pueda llegar a tener problemas de liquidez. Para García ***La generación interna de fondos se puede utilizar o aplicar en varios aspectos como son:***

- ***Pago de dividendos***
- ***Inversiones***
- ***Pago de pasivos***

Por lo tanto la generación interna de fondos se puede aplicar tanto en el corto plazo como en el largo plazo dentro de una empresa. El cálculo de la GIF se realiza de la siguiente forma:

Se parte de la utilidad neta, que presenta el estado de resultados y a este rubro se le suma la depreciación y las amortizaciones generadas durante el periodo, ya que estas no representan una salida real de efectivo dentro de la empresa. Su cálculo es así:

Utilidad Neta
+ Depreciación
+ Amortizaciones
= Generación Interna de Fondos GIF

Las salidas de efectivo o la utilización que se le dan a los recursos pueden estar representados por:

4.6.3.6 Pago de las Obligaciones:

Concepto que está representado por los desembolsos que realiza la empresa como anticipo o cancelación de las deudas contraídas con las entidades financieras, acreedores, proveedores y pago a terceros. La cancelación de las deudas en sus cuotas periódicas incluye el abono al capital o el principal de la deuda y los intereses que en este tipo de operaciones se generan.

4.6.3.7 Pago de los Impuestos:

De la actividad económica o simplemente su actividad comercial, en las organizaciones se genera una tasa impositiva la que depende del desarrollo de sus operaciones ya sea esta de manufactura, comercialización o prestación de un servicio. En Colombia los tipos de impuestos que recaen sobre las transacciones comerciales que realizan las empresas, entre otros, están los siguientes:

Impuesto sobre la renta y complementarios: es un gravamen directo, según la DIAN (2011), ***y recae sobre los contribuyentes individualmente considerados y grava a quienes en la ley están previstos como sujetos pasivos que hayan percibidos ingresos como hecho generador del impuesto y en consecuencia, susceptibles de producir un incremento neto del patrimonio.***

Impuesto al valor agregado (IVA): La DIAN (2011) lo define ***como un gravamen que recae sobre el consumo de bienes, servicios y explotación de juegos de suerte y azar, es un impuesto de orden nacional, en Colombia se aplica en las diferentes etapas del ciclo económico de la producción, distribución, comercialización e importación.***

Retención en la fuente: como lo determina la DIAN (2011), ***es un mecanismo de recaudo que tiene por objeto conseguir en forma gradual, que el impuesto se recaude dentro del mismo ejercicio gravable en que se.*** Cada uno de los impuestos nombrados anteriormente, genera un desembolso periódico que afecta los flujos de efectivo, que para el caso específico corresponde al de financiación.

4.6.3.8 Pago de las obligaciones laborales:

El cliente interno de las organizaciones a través de su tipo de contratación laboral existente genera unos desembolsos de recursos monetarios periódicos como son: sueldo básico, auxilio de transporte, recargos nocturnos, horas extras, comisiones, bonificaciones y demás, los cuales su desembolso de dinero se da de forma diaria, semanal, quincenal o mensual y a su vez la empresa adquiere unos compromisos con terceros a través de las prestaciones sociales cuyos desembolsos se dan de acuerdo a la ley laboral Colombiana cada seis meses, o máximo cada año; igualmente, es de anotar la obligación de pagar los conceptos de seguridad social, salud, pensión, riesgos profesionales, fondo de solidaridad.

4.6.3.9 Pago de Obligaciones a los Propietarios:

Los estados financieros anuales muestran las utilidades por distribuir a los dueños la cual es autorizada por el órgano máximo de administración de la empresa, quien fija la fecha de desembolso de dicha obligación a sus propietarios.

4.7 ESTADO DE FUENTES Y APLICACIÓN DE FONDOS EFAF:

El EFAF se compone principalmente de fuentes de fondos y aplicaciones de fondos, entendiéndose por esto lo siguiente:

4.7.1 Fuente:

(García S, O. L, 2009) la define como *los recursos económicos que están permanentemente disponibles para que la empresa lleve a cabo sus operaciones, donde el efectivo puede llegar a ser uno de estos recursos. La fuente también se refiere a los recursos que se generan a través de inventarios, cuentas por cobrar, venta de activos fijos, desinversiones, entre otros.*

4.7.2 Aplicación:

Es un compromiso en el desembolso de los recursos, lo que quiere decir, muestra el rubro contable en el cual fue utilizado la disponibilidad de estos. En los

movimientos contables se generan tanto las fuentes como aplicaciones, se presenta una fuente de recursos cuando hay una disminución en los activos, cuando hay un incremento en los pasivos y cuando hay un incremento del patrimonio. Se presenta una aplicación, cuando se da un incremento en los activos, una disminución de los pasivos y una disminución del patrimonio.

Para la elaboración de los flujos de efectivo como se mencionó anteriormente estos parten de estado de fuentes y aplicación de fondos para su elaboración se debe realizar los siguientes pasos:

- a. Se debe disponer de dos balances generales consecutivos para poder realizar la variación que presenta cada cuenta contable dentro del estado financiero y del estado de resultados del periodo a analizar.
- b. Se calcula la variación que ha presentado cada cuenta contable dentro del estado de balance general, identificando si esta variación ha representado un incremento o una disminución en la cuenta contable, de acuerdo a estas variaciones se presentan las fuentes y los usos o aplicaciones, entendiéndose por fuente de recursos una entrada de dinero y por uso o aplicación una salida de dinero (efectivo). Cuando se presentan estas variaciones en el estado de balance general se debe tener en cuenta lo siguiente: Cuando un activo aumenta se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios, en otras palabras, representa una salida de efectivo,

cuando una cuenta del activo disminuye se genera una fuente o entrada de recursos. De forma contraria, cuando una cuenta del pasivo o del patrimonio aumenta se genera una fuente de recursos y cuando una de estas cuentas disminuye se genera un uso o aplicación de los recursos monetarios. De esta forma se obtiene la primera aproximación al EFAF, donde la sumatoria de las fuentes debe ser igual a la suma de las aplicaciones o usos.

- c. Se realiza el refinamiento a algunas cuentas contables, que de acuerdo a recomendación propia este se debe realizar a aquellas cuentas que presentan información en el estado de resultados como son las utilidades, los intereses de la deuda y el impuesto a la renta y complementarios. Para realizar dichos refinamientos o ampliación de la información de las cuentas contables se debe proceder de la siguiente manera: primero se obtiene el saldo inicial de la cuenta, luego se le suma a este dato el valor de la generación del saldo, para luego restarle el pago o salida de dinero de dicha cuenta, para obtener el saldo final de la cuenta. La generación de saldo siempre será una fuente de recursos y lo pagado será una salida de recursos.
- d. Se calcula la generación interna de fondos, siendo este valor los recursos que generó la empresa a partir de su actividad principal y otras actividades como las de financiación o por otros ingresos que se generaron de forma esporádica. Este dato es fundamental para el empresario, ya que le

suministra información para el pago de los dividendos que podría realizar durante el periodo de análisis.

- e. Se construye el estado de fuentes y aplicación de fondos (EFAF) mostrando las entradas de dinero del corto plazo y largo plazo así como las salidas del corto y largo plazo. En este estado las sumatoria de las fuentes, debe ser igual a la suma de las aplicaciones.
- f. Se determina el principio de conformidad financiera el cual muestra si la empresa tiene un buen nivel o no de liquidez, para determinar este principio se debe cumplir que el total de fuentes de corto plazo debe suplir todas las necesidades de efectivo del corto plazo, de igual forma todas las fuentes de largo plazo debe suplir las aplicaciones o usos de largo plazo. En la medida que este principio se cumpla, la empresa tendrá un buen manejo del dinero lo que se traduce en una buena liquidez.
- g. Se construyen los flujos de efectivo de operación, inversión y financiación, los cuales al ser sumados dan como resultado el flujo de efectivo total. Para la elaboración de cada uno de ellos se realiza el siguiente proceso:

Elaboración del estado de flujo de efectivo de las operaciones: Se parte de la generación interna de fondos (GIF), a este valor se le suma o se le resta la variación en el capital de trabajo operativo, el cual está representado por la variación en la cuenta de bancos, cuentas por cobrar, inventarios y

cuentas por pagar a los proveedores, esta diferencia o suma da como resultado el efectivo generado en las operaciones, el cual se define como, la capacidad que tiene la empresa de generar efectivo a partir de su actividad principal, dato que a criterio del investigador es el más importante para determinar la liquidez del negocio. Luego a este valor se le resta o suma la variación en el activo fijo operativo (AFO), el cual es el resultado de la adquisición o venta de los activos fijos que se destinan para el desarrollo de la actividad principal. El resultado arrojado se le denomina flujo de efectivo de las operaciones bruto, luego a este valor se le suma o se le resta otros rubros que se destinan para el desarrollo de la actividad principal, como son las actividades laborales, para así obtener el flujo de efectivo de las operaciones.

Elaboración del flujo de efectivo de las inversiones: Se lleva a este flujo todos los rubros que se destinaron a la inversión diferente a la actividad principal como lo son las inversiones en títulos CDT, pagarés, bonos, acciones, divisas, y otros que representen salida o entrada de dinero y que sean generadores de renta por actividades alternas.

4.8 ELABORACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO DE FINANCIACIÓN:

Se tiene en cuenta para la elaboración de este flujo las entradas y salidas de efectivo producto de la financiación con terceros y con dueños o accionistas. Los terceros para el caso de los flujos de efectivo son los créditos que se contratan

con el sistema financiero en general y el pago de dichas obligaciones al mismo sistema.

4.9 CAPITAL DE TRABAJO (KT):

En términos contables, ***el capital de trabajo es igual a los activos circulantes menos los pasivos circulantes***, (Emery, R. D, Finnerty, J.D, Stowe, J. 2000) Entiéndase circulantes como corrientes, es decir, que pueden materializarse bien como ingreso o egreso en el corto plazo, típicamente en un plazo menor a 1 año.

Sin embargo, en términos más generales o si se quiere incluso como un concepto ligado más al sentido común, en (García S, O. L, 2009) se plantea que ***el Capital de Trabajo (KT) son los recursos que una empresa requiere para llevar a cabo sus operaciones sin contratiempo alguno***.

Este alcance del concepto de capital de trabajo es limitado porque es improbable pensar que la simple diferencia igual a 0, entre los activos y los pasivos corrientes signifique que la empresa no tiene la capacidad operativa y los recursos necesarios para funcionar. Esto es, no se debe confundir el concepto de capital de trabajo con el de liquidez. Ante un escenario de KT igual a 0 lo que se puede concluir es que la empresa tiene un riesgo latente de iliquidez, distinto a la aproximación contable de la viabilidad de operar.

Dado esto, se derivan dos conceptos complementarios al de capital de trabajo: Capital de Trabajo Operativo (KTO) y Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).

4.9.1 Capital de Trabajo Operativo (KTO) y Capital de Trabajo Neto Operativo:

Mientras que el KT por si solo es un concepto netamente contable, El KTO y el KTNO son definiciones más gerenciales y financieras ya que permiten hacerse a una idea más real de los recursos con los que se dispone para la operación del negocio. El KTO considera únicamente la suma de las cuentas corrientes, es decir, Cuentas por cobrar, Inventarios y saldo de caja o efectivo disponible (banco y cajas).

El KTNO por su parte está representado por lo que resulta de la diferencia entre el KTO y la parte del pasivo que es cuentas por pagar a proveedores; es decir, el KTNO equivale a las cuentas por cobrar, más inventarios, más saldo de caja menos cuentas por pagar a proveedores. Estas cuentas son las consideradas en la ecuación para obtener el KTNO ya que están relacionadas directamente (relación de causalidad) con la capacidad operativa y de funcionamiento propio de la empresa. Es decir, ***si las operaciones de la empresa crecen, deberán aumentar a su vez las ventas y por lo tanto las cuentas por cobrar, así como se acrecentará la necesidad de inventarios junto con los requerimientos a proveedores*** (Emery, R. D, Finnerty, J.D, Stowe, J, 2000).

Algunos autores, como (García S, O. L, 2009 y Emery, D &Finnerty, D, Stowe, J. 2000) ***no incluyen el saldo en caja dentro del KTNO pues parten del principio financiero que sugiere que el saldo en caja de una empresa debería ser cero.*** Para el caso particular del desarrollo de este trabajo, sí se tomará en cuenta esta cuenta del balance para el cálculo, ya que lo que se pretende es precisamente sopesar estas variables en las condiciones reales de las empresas, donde quizás uno de los problemas a identificar es que el manejo del circulante no sea el más adecuado y estén justamente muy alejados del mencionado principio financiero.

KTO

CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO	
	CAJA
+	CXC
+	INVENTARIOS
KTO	

KTNO

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	
	CAJA
+	CXC
+	INVENTARIOS
-	CXP
KTNO	

4.10. EBITBA AJUSTADO:

Este nuevo indicador o indicador complementario al EBITDA se basa en las ventajas de este como indicador financiero y se complementa con la suma de la variación del Capital de Trabajo operativo KTO, para limitar las desventajas con las que hoy se critica. Para consolidarlo en nuestro trabajo tomamos los datos del EBITDA calculado según los informes del SIREM del estado de resultados y del flujo de efectivo.

Para el cálculo del Capital tomamos del archivo de Balance General de cada año, se extraen las cuentas relacionadas con el capital de trabajo, es decir, Caja y Bancos, Cuentas por cobrar o Clientes e Inventarios.

Una vez se tienen separadas estas cuentas del balance, se calcula la variación de un año a otro en cada una de ellas para las empresas del sector Comercial. Se considerará positivo una disminución en la cuenta de activos, inventarios y en la de cuentas por cobrar (cartera) y se considerará negativo un aumento de un año al otro en las mismas cuentas.

Se calcula el indicador propuesto de la siguiente manera: Al EBITDA del año en evaluación se le suma o resta las variaciones en las cuentas que conforman el capital de trabajo. Este nuevo valor es el indicador propuesto que llamaremos EBITDA Ajustado.

$$FEREAL_{AÑO X} = EBITDA_{AÑO X} A + \Delta CT$$

A partir de los datos del nuevo indicador y del FENO, se calcula la diferencia entre ambos para determinar si, como se intuye, el EBITDA ajustado obtenido ahora es menor frente al FENO para la mayoría de las empresas de la población de referencia y se deberá expresar de manera porcentual esa proporción

4.11 INDICADORES FINANCIEROS:

El análisis financiero es el estudio efectuado a los estados contables de un entorno económico con el propósito de evaluar el desempeño financiero y operacional del mismo, así como para contribuir a la acertada toma de decisiones por parte de los administradores, inversionistas, acreedores y demás terceros interesados en el ente. Esta es la forma más común de análisis financiero y representa la relación entre dos cuentas o rubros de los estados contables con el objeto de conocer aspectos tales como la liquidez, rotación, solvencia, rentabilidad y endeudamiento del ente evaluado⁵.

Por su parte, García S. (2009) plantea el concepto de Indicador Financiero como *un Índice o Indicador Financiero es una relación entre cifras extractadas bien sea de los estados financieros principales o de cualquier otro informe interno o estado financiero complementario o de propósito especial, con el cual el analista o usuario busca formarse una idea acerca del comportamiento de un aspecto, sector o área*

⁵ Referencia tomada de <http://www.epm.net.co/~asecorp/documentos/indfin.pdf>
Julio 23 de 2014. (34)

de decisión específica de la empresa. En términos generales, los Indicadores financieros son una de varias alternativas para realizar los análisis financieros los cuales pueden realizarse agrupando los Indicadores en tres categorías: de liquidez, de rentabilidad y de endeudamiento. En la siguiente tabla se presenta un resumen de algunos de los indicadores más ampliamente utilizados en todo el ámbito empresarial:

Tipo de Indicador	Indicador	Fórmula
1. De Liquidez	Razón Corriente	Activo Corriente/Pasivo Corriente
	Prueba Ácida	(Activo Corriente – Inventarios)/Pasivo Corriente
	Capital Neto de Trabajo	Activo Corriente – Pasivo Corriente
2. De Eficiencia Productiva	Rotación de Inventarios	Costo Mercancías vendidas/Inventario promedio
	Rotación de Cartera	Ventas a crédito/CxC Promedio
	Rotación de Activos	Ventas Netas/Activo Total
3. De Eficiencia Operativos	Margen Bruto de Utilidad	(Utilidad Bruta/Ventas Netas) x 100
	Rentabilidad sobre ventas	(Utilidad Neta/Ventas Netas) x100
	Rentabilidad sobre activos	Utilidad Bruta/Activo Total
4. De Desempeño	Índice de participación en el mercado	(Ventas/Ventas del sector) x 100
	Índice de crecimiento en ventas	(Ventas año corriente/Ventas año anterior) x 100
5. De Productividad	Índice Dupont	(Utilidad neta/Ventas)*(Ventas/Activo Total)
6. De Endeudamiento	Endeudamiento	Pasivo total con terceros/Activo Total
	Autonomía	Pasivo total con terceros/Patrimonio
7. De Diagnóstico financiero	EVA	Utilidad antes de impuestos – (Activos x costo de Capital)
	Margen de contribución	(Ingresos op – Costos y Gastos variables)/Ventas
	Punto de equilibrio	Costos Fijos/Margen de Contribución
	EBITDA	Utilidad Operativa +Depreciación + Amortización + Provisiones
	KTNO	CxC + Inventarios - CxP Proveedores

Tipos de Indicadores Financieros más importantes. Fuente: Jaime A. Arias J. Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales. 2014

4.12. Contabilidad de caja y por causación:

Para el autor (Fierro, 2011) existe una trilogía en la contabilidad que se inicia con la norma técnica de la causación o por acumulación y opera con tres elementos fundamentales: ***Estado de resultados (causación), Balance General (Acumulación) y el Estado de Flujos de Efectivo (Caja)***. En Colombia la contabilidad siempre se ha llevado por el principio de causación, es decir, el hecho económico se registra cuando este se sucede, sin importar que el efectivo haya entrado ya a caja bien como ingreso o salga de ella como un egreso. Esto se estipula en el Decreto 2649 de 1993 en los artículos 48 y 49 que se citan a continuación (Minhacienda, 1993):

ARTICULO 48. ***CONTABILIDAD DE CAUSACION O POR ACUMULACION. Los hechos económicos deben ser reconocidos en el período en el cual se realicen y no solamente cuando sea recibido o pagado el efectivo o su equivalente.***

ARTICULO 49. ***MEDICION AL VALOR HISTORICO. Los hechos económicos se reconocen inicialmente por su valor histórico, aplicando cuando fuere necesaria la norma básica de la prudencia.***

Uno de los aspectos relevantes de la contabilidad que se lleva por causación se basa en los soportes de los hechos económicos, por ejemplo las facturas de venta, pueden tenerse en cuenta como prueba legal y suficiente del hecho económico.

4.13. Gestión Empresarial:

Para (Muñoz, 2002), la historia de las organizaciones, se configura de tres formas: **mecanicista, organicista y holográfica**. Estas son las tres concepciones básicas que a partir de la Revolución Industrial han estado en el centro de las teorías de la gestión empresarial y organizacional.

La perspectiva mecanicista, incluye aquellas visiones de la organización de Taylor y Fayol, en las cuales el hombre es un simple engranaje de un proceso técnico de producción o de un todo funcional. El mecanicismo inaugura la historia de las organizaciones a partir de una ruptura fundamental en el trabajo humano, - artesanal hasta entonces- que va claramente en contravía de la naturaleza humana misma, al deshacer la alianza filogenética entre mano y cerebro, entre pensamiento y acción, construida durante millones de años de interacción del hombre con su entorno, su obra y su herramienta. A principios del Siglo XX, tanto Taylor como Fayol contribuyeron desde la administración a la creación de un modelo de organización donde el concepto de división del trabajo fue llevado a su formulación más radical: **unos pocos están llamados a pensar y muchos otros, simplemente a ejecutar lo concebido por los primeros**. Esta se constituye en la escisión fundacional de la organización moderna y el principio epistemológico fundamental de lo que entonces recibió el nombre de Management científico, o ciencia del manejo.

La segunda concepción organizacional, **la organicista**, surge en los años treinta de las teorías administrativas de la Escuela de Relaciones Humanas y se inspira en los seres vivos, sus necesidades y relaciones de supervivencia con el entorno, como elementos estructurantes de la nueva versión organizacional. Nació más del afán de remediar las polémicas consecuencias del modelo anterior, que como una verdadera alternativa organizacional, pues parte de la misma escisión fundacional del Management Científico. La diferencia radica en que ahora el recurso humano (calificativo acuñado por esta escuela), se le da un tratamiento especial dados los resultados arrojados por los experimentos de Elton Mayo y colaboradores que daban cuenta de una mayor complejidad y ambigüedad de este insumo con respecto a los demás. Se pasa de un modelo determinístico donde el que piensa o maneja induce por orden directa una acción en el ejecutante, a un modelo probabilístico en el cual, sirviéndose del esquema conductista estímulo-respuesta, aquel busca provocar o motivar en éste, los comportamientos deseados en la ejecución de su labor. Es un rodeo por la satisfacción de las necesidades de lo que antes se lograba por medio de una instrucción directa.

Se puede percibir el cambio de un tipo de organización al otro como un avance en la humanización de la administración y la empresa pero no de manera radical, pues la Escuela de Relaciones Humanas no se propuso superar la ruptura fundamental señalada, sino mitigar o compensar los efectos perversos de ella, en su primera versión determinística. La Visión organicista no es pues algo nuevo, aunque tampoco pertenece al pasado. Ninguna otra corriente ha logrado ejercer un dominio tan extenso ni mostrado una capacidad de supervivencia tan

formidable como la escuela norteamericana de las Relaciones Humanas y los enfoques sistémicos y de la contingencia que han servido de base conceptual al organicismo como concepción organizacional. Gracias a la dinámica de generación de conocimiento basada en modas administrativas, esta corriente se renueva de tanto en tanto y ha logrado permanecer vigente durante siete décadas hasta estos albores del siglo XXI. Ha tenido incluso la capacidad de apropiarse y reducir a sus presupuestos de base, la aparición a partir del fenómeno japonés, de indicios de una nueva configuración organizacional. Escuela del factor humano, Escuela del comportamiento humano, Administración de recursos humanos, Psicología Organizacional, Enriquecimiento del trabajo, Teoría de la Contingencia, La organización sistémica, Desarrollo Organizacional, Administración por Objetivos, Teoría Y, Teoría Z, Gerencia participativa, Cultura Corporativa, Gerencia del Conocimiento, son algunas de las múltiples caras que ha tomado esa perspectiva organicista en la teoría administrativa y organizacional.

Pero, desde los años ochenta del siglo pasado y a partir del sorprendente éxito de la empresa japonesa, se ha venido hablando de una tercera forma de organización, la holográfica, inspirada en el cerebro humano y sus posibilidades de redundancia y conectividad. “El todo está en cada una de las partes”, se convirtió en el nuevo lema organizacional para significar que cada integrante de la organización participa plenamente de los propósitos y conocimientos de la empresa como un todo.

En un primer análisis, este modelo pareciera ofrecer una verdadera alternativa organizacional en la medida en que promete prescindir de la especialización y de la verticalidad que ha caracterizado la relación laboral y enaltece como principio organizador la participación plena y el desarrollo de las potencialidades de los elementos del todo organizacional. Pero también, y es lo que de hecho ha sucedido, podría tomarse como una nueva estrategia motivacional (organicismo) pues se considera que la participación satisface las necesidades de realización del individuo en la esfera social.

En palabras del mismo autor (Muñoz, 2002), La organización holográfica sólo se lograría (y con ello un verdadero cambio paradigmático), si se rescata plenamente para el hombre su calidad de actor y sujeto de su trabajo y si la relación laboral puede establecerse en términos de igualdad ontológica. En este sentido dice Pierre Bruneau (1991): ***“Entre mandar y obedecer, la posibilidad de hablar funda el reconocimiento del hombre como sujeto, constituyendo a quienes mandan y a quienes obedecen en una igualdad de valor”***. El subalterno sería entonces un alterno o alternante ubicado en una categoría salarial inferior, pero nunca un subordinado, es decir, alguien sujeto o dependiente de otro (Real Academia Española, 1998).

Para concluir, se resalta lo que propone (SENA, 2001) en su libro “Política Nacional para la productividad y competitividad” donde señala que las nuevas teorías del desarrollo económico señalan que los factores críticos para lograr un desarrollo sostenible son: ***el incremento de los conocimientos y los cambios***

tecnológicos. Ya no son los clásicos factores de dotación de recursos naturales, ni los costos de la mano de obra, los que explican las ventajas comparativas y competitivas; ni son mucho menos, la acumulación pura y simple de capitales, maquinaria y equipos de alto contenido tecnológico.

En este contexto, en el ámbito internacional las empresas han desarrollado un nuevo enfoque dentro de la gestión, que involucra los recursos humanos, las nuevas tecnologías, la comunicación, los métodos de dirección y la cultura organizacional. Es decir, son los usos de toda la gama de recursos disponibles dentro de la empresa, tanto tangibles como intangibles, para alcanzar un propósito estratégico definido, lo que se convierte en una ventaja competitiva sostenible.⁶

⁶Tomado de Política Nacional Para La Productividad y la Competitividad, Sena 2001.
<http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ciencias/sena/cursos-de-capacitacion/politicanal/politica2.htm>

DISEÑO METODOLÓGICO

El presente trabajo corresponde a un estudio descriptivo retrospectivo longitudinal, en el cual se analizarán los datos del EBITDA y Flujo de Efectivo Neto de Operación para los años 2008 al 2012 (5 años), tomando como referente las empresas del sector Comercial de la ciudad de Manizales, que reportaron sus estados financieros de manera continua durante este período de tiempo ante la Superintendencia Nacional de Sociedades.

Los documentos obtenidos en dicho sitio web corresponden al Balance General, el Estado de Resultados y El Flujo de Efectivo para cada uno de los 5 años que se desea analizar y filtrados para el sector Comercial de la ciudad de Manizales a su vez por cada uno de los 4 subsectores, en los cuales la Supersociedades divide éste. Es también un estudio documental debido a que las fuentes primarias de información fueron extraídas de los informes o reportes de estados financieros que las empresas hacen a la Supersociedades.

5.1 POBLACIÓN O UNIVERSO

Se analizaran los datos de las 59 empresas del Sector Comercial en el municipio de Manizales, departamento de Caldas, que reportaron continuamente sus

informes financieros a la Superintendencia nacional de sociedades entre el período 2008-2012, en total 59 empresas que se tomaron como población total, las cuales son:

Tabla 1 POBLACION TOTAL EMPRESAS SECTOR COMERCIAL MANIZALES 2008-2012

TABLA 01. POBLACION TOTAL EMPRESAS SECTOR COMERCIAL MANIZALES 2008-2012			
N°	NIT	RAZON SOCIAL	SECTOR
1	800022826	GONZA S.A.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
2	800048266	CENTRO DE COLISIONES RASAUTOS LTDA	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
3	800050622	ESTACION DE SERVICIO MANUELA LTDA	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
4	800050749	T.M. S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
5	800052161	COMPANIA NACIONAL DEL CAFE S.A.S.	COMERCIO AL POR MAYOR
6	800129263	VEHICULOS DE CALDAS S.A	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
7	800149426	INVERSIONES CAMBIA S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
8	800152144	SALVADOR GIRALDO LOPEZ SUCEORES S.A.S.	COMERCIO AL POR MAYOR
9	800153686	SOLDA EQUIPOS LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
10	800161660	DROGAS S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
11	800161662	SUPERMERCADOS EL AHORRO S.A.	COMERCIO AL POR MENOR
12	800165994	DISTRIBUCIONES VETERINARIAS S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
13	800167006	DISTRIBUIDORA SURTICALDAS LIMITADA.	COMERCIO AL POR MENOR
14	800185994	COMERCIAL DE ALUMINIOS LTDA	COMERCIO AL POR MENOR
15	800190383	DISTRIBUIDORA DE ALUMINIOS MAYA CARDONA DIS	COMERCIO AL POR MAYOR
16	800206234	CASAUTOS S.A.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
17	800234616	QUIRUFARMA S A	COMERCIO AL POR MAYOR
18	800236101	BUEN VIENTO S.A.S	COMERCIO AL POR MAYOR
19	810000425	GRUPO MEDIPOS S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
20	810000520	CONCENTRADOS DEL CENTRO S.A	COMERCIO AL POR MENOR
21	810000654	GIMA SA	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
22	810000819	EMPRESA DE SERVICIOS SAN MARCEL EMPRESA UNIF	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
23	810000882	ARMOTOR S.A	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
24	810001351	ALL SUPPLIES LTDA.	COMERCIO AL POR MENOR
25	810002788	GENERICOS DE COLOMBIA GEDECOL SAS	COMERCIO AL POR MAYOR
26	810003317	MULTISERVICIOS PANAMERICANA S A	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
27	810004032	REPRESENTACIONES LASTRA EJE CAFETERO LIMITADA	COMERCIO AL POR MENOR
28	810004761	SANTA SOFIA S.A	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
29	810004803	COMUNIDAD CELULAR S.A	COMERCIO AL POR MENOR
30	810005071	INVERSIONES GOMEZ LONDOÑO Y CIA S EN C	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
31	810005399	IMPORTACIONES DUQUE GIRALDO Y CIA S. EN C.S.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
32	810005843	PAR SAS	COMERCIO AL POR MENOR
33	810005987	MAQUINAS Y REPUESTOS DEL CAFE LIMITADA	COMERCIO AL POR MENOR
34	810006003	AGROCALDAS LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
35	810006056	ALMACEN Y DISTRIBUCIONES AGRICOLAS EL RUIZ S.A	COMERCIO AL POR MAYOR
36	810006736	INVERSIONES VELASQUEZ & CIA S EN C	COMERCIO AL POR MAYOR
37	810006772	P Y R S.A.	COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES
38	830015006	CAFENET COMUNICACIONES S.A	COMERCIO AL POR MENOR
39	890800026	ALMACEN EL PINTOR LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
40	890800120	CASA LOPEZ S.A.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
41	890800718	SUCEORES DE JOSE JESUS RESTREPO Y CIA S.A	COMERCIO AL POR MENOR
42	890800788	SUMATEC S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
43	890800896	VEGA LIMITADA	COMERCIO AL POR MAYOR
44	890801486	DIEGO VALLEJO S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
45	890801770	CASA RESTREPO S.A.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
46	890801904	REENCAUCHADORA MODRNA S.A	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
47	890802377	AUTOMOTRIZ CALDAS MOTOR S.A.	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
48	890802651	COLOMBIANA DE AUTOS S.A. COLAUTOS	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
49	890803418	PROMAPAN LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
50	890805053	JORGE E. JARAMILLO V. Y CIA S.A.S	COMERCIO AL POR MAYOR
51	890805168	COMERCIAL CALDAS S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
52	890805825	PUNTO ELECTRICO LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
53	890806065	QUINTERO GIRALDO Y CIA LTDA	COMERCIO AL POR MENOR
54	890806481	FERRAR S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
55	890806640	BALDOSAS DEL NORTE LTDA	COMERCIO AL POR MAYOR
56	890806999	ARMETALES S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
57	890807213	ALMACEN PARIS S.A.	COMERCIO AL POR MAYOR
58	900031764	RADIOS & RINES S A	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS
59	900032808	INVERSION EN AUTOMOTORES SA	COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS

A continuación, se describe de manera detallada la metodología usada en el desarrollo del proyecto y que se plantea en dos fases:

5.2 FASE 1 REVISIÓN DE LA TENDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DE INDICADORES TRADICIONALES EBITDA VS FLUJO DE EFECTIVO NETO DE OPERACIÓN.

1. Obtener los siguientes estados financieros para las empresas del sector Comercial de Manizales del 2008 al 2012 disponibles en el módulo llamado SIREM dentro de la página de la Supersociedades a través del link <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>, a su vez dividir el sector comercial en cada uno de los subsectores en los cuales se divide el sector comercial.
2. Obtener el Flujo de Efectivo Neto de Operación el cual se extrae directamente del archivo Flujo de Efectivo para cada uno de los años en cuestión (Columna llamada FLUJO DE EFECTIVO NETO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN, columna AQ), para cada año analizado.
3. Calcular el EBITDA para los años 5 años en consideración y en cada una de las empresas. Para la obtención de éste se requiere:
 - Extraer la utilidad operacional del archivo de Estado de Resultados de cada año (columna L)
 - Extraer las amortizaciones, provisiones y depreciaciones del archivo de Flujos de Efectivo (columnas H, I, J, K).
 - La suma de todo lo anterior (Utilidad operacional, depreciaciones, amortizaciones y provisiones) arroja el EBITDA por empresa.

4. Seguidamente, a partir de las tablas para todos los años del estudio se hace un filtrado de las empresas que reportaron durante los 5 años de observación (2008 al 2012) y se consolida en una tabla por año la información de EBITDA y Flujo de Efectivo Neto de Operación para cada empresa.
5. A partir de los datos de EBITDA y FENO, se calcula la diferencia entre ambos para determinar si, como se intuye, el EBITDA es mayor que el FENO para la mayoría de las empresas de la población de referencia y se deberá expresar de manera porcentual esa proporción. Hasta este punto se tiene un referente del comportamiento de estos dos indicadores tradicionales en las empresas del estudio. La fase siguiente dará cuenta de la forma de obtener el indicador financiero alternativo.

5.3 FASE 2.OBTENCIÓN Y CÁLCULO DEL INDICADOR ALTERNATIVO:

6. Del archivo de Balance General de cada año, se extraen las cuentas relacionadas con el capital de trabajo, es decir, Caja y Bancos (cuenta 11 columna L), Cuentas por cobrar o Clientes (cuenta 1305 columna N), Inventarios (cuenta 1405 columna AJ, cuenta 1410 columna AK, cuenta 1430 columna AQ).
7. Una vez se tienen separadas estas cuentas del balance, se calcula la variación de un año a otro en cada una de ellas para las empresas del

sector Comercial. Se considerará positivo una disminución en la cuenta de activos, inventarios y en la de cuentas por cobrar (cartera) y se considerará negativo un aumento de un año al otro en las mismas cuentas.

8. Se calcula el indicador propuesta de la siguiente manera:

Al EBITDA del año en evaluación se le suma o resta (de acuerdo a los signos conservados de acuerdo a la explicación del punto 6) las variaciones en las cuentas que conforman el capital de trabajo explicadas anteriormente. Este nuevo valor es el indicador propuesto que llamaremos EBITDA ajustado.

$$FEREAL_{AÑO X} = EBITDA_{AÑO X} A + \Delta CT$$

9. A partir de los datos del nuevo indicador y del FENO, se calcula la diferencia entre ambos para determinar si, como se intuye, el EBITDA ajustado obtenido ahora es menor frente al FENO para la mayoría de las empresas de la población de referencia y se deberá expresar de manera porcentual esa proporción.

RESULTADOS

Tomando como base los planteamientos realizados en la parte metodológica, se presentarán los resultados y las conclusiones, se inicia con la FASE 1 que es la revisión de la tendencia en el comportamiento de indicadores tradicionales EBITDA Vs Flujo de Efectivo Neto de Operación.

Se calculó el EBITDA para los 5 años establecidos, 2008-2012, según los siguientes pasos: datos utilidad operacional del archivo de Estado de Resultados de cada año (columna L) y los datos de las amortizaciones, provisiones y depreciaciones del archivo de Flujos de Efectivo (columnas H, I, J, K), la suma de todo lo anterior (Utilidad operacional, depreciaciones, amortizaciones y provisiones) arroja el EBITDA por empresa.

Para un mejor análisis de la información y mejor presentación de la misma se subdividió el sector comercial en los 4 subsectores que estableció la Supersociedades: Comercio por Mayor, Comercio por Menor, Comercio Combustibles y lubricantes y Comercio Vehículos y actividades conexas.

6.1 ANALISIS DEL EBITDA POR SUBSECTOR

El EBITDA según subsector, se presenta en las siguientes tablas de resumen:

Tabla 1.1 EBITDA SUBSECTOR COMERCIO MAYOR DEL 2008 A 2012

TABLA N°1. EBITDA SUBSECTOR COMERCIO MAYOR DEL 2008 A 2012						
NIT	RAZON SOCIAL	VALOR EBITDA POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800050749	T.M. S.A.	1378296	344135	426106	748416	1265997
800052161	COMPAÑIA NACIONAL DEL CAFE S.A.S.	2364501	2636098	1976931	3864034	1079628
800149426	INVERSIONES CAMBIA S.A.	78127	109385	141542	176226	236923
800152144	SALVADOR GIRALDO LOPEZ SUCESORES S.A.S.	147959	245223	255714	468305	289823
800153686	SOLDA EQUIPOS LTDA	55768	38945	42748	60092	34065
800161660	DROGAS S.A.	514563	-276955	573406	-747043	-1050385
800165994	DISTRIBUCIONES VETERINARIAS S.A.	130244	62402	186143	252849	239426
800190383	DISTRIALUM LTDA	82924	81049	98666	103953	71782
800234616	QUIRUFARMA S A	508927	777625	623784	413309	357217
800236101	BUEN VIENTO S.A.S	154793	129918	98559	-16128	88610
810000425	GRUPO MEDIPOS S.A.	565417	644893	262131	-22652	-440348
810002788	GENERICOS DE COLOMBIA GEDECOL SAS	361479	391922	488535	448835	438053
810006003	AGROCALDAS LTDA	149360	2437	65424	162028	-17303
810006056	ALMACEN Y DISTRIBUCIONES AGRICOLAS EL RUIZ S.A.	168163	-632895	-339803	-333144	-431921
810006736	INVERSIONES VELASQUEZ & CIA S EN C	21953	245613	-42600	39	-17313
890800026	ALMACEN EL PINTOR LTDA	95544	95112	63957	90395	70040
890800788	SUMATEC S.A.	976681	17125566	1392690	2258523	3639419
890800896	VEGA LIMITADA	18131	295403	269951	313874	90473
890801486	DIEGO VALLEJO S.A.	36625	17021	113073	140782	3927
890803418	PROMAPAN LTDA	174325	247757	199531	391730	366212
890805053	JORGE E. JARAMILLO V. Y CIA S.A.S	1203924	1685243	1596618	1922210	1560173
890805168	COMERCIAL CALDAS S.A.	434091	644560	593515	609012	464871
890805825	PUNTO ELECTRICO LTDA	30158	193222	331175	215465	229881
890806481	FERRAR S.A.	326549	-83257	61473	136238	67351
890806640	BALDOSAS DEL NORTE LTDA	164850	141773	286569	308604	224513
890806999	ARMETALES S.A.	2068360	578998	1056011	1594123	507789
890807213	ALMACEN PARIS S.A.	787860	655471	708015	1048368	1045102

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

Se muestra el comportamiento del EBITDA en el subsector Comercio por Mayor, donde se resalta la tendencia a resultados positivos, se resalta que las empresas Almacén Distribuciones Agrícolas el Ruiz durante los últimos 4 años presento un resultado negativo del EBITDA a expensas de un déficit en la utilidad operacional igual que la empresa Drogas SA con tres años de EBITDA negativo y se evidencia

que en 21, es decir el 77,78% de las 27 empresas del subsector durante los 5 años de análisis presentaron EBITDA positivo.

Tabla 2 EBITDA SUBSECTOR COMERCIO MENOR EBITDA DEL 2008 A 2012

TABLA N° 2 EBITDA SUBSECTOR COMERCIO MENOR EBITDA DEL 2008 A 2012						
NIT	RAZON SOCIAL	VALOR EBITDA POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800161662	SUPERMERCADOS EL AHORRO S.A.	431921	509328	708313	663866	491561
800167006	DISTRIBUIDORA SURTICALDAS LIMITADA.	250009	344782	178494	203141	54149
800185994	COMERCIAL DE ALUMINIOS LTDA	49053	72986	43842	57049	69452
810000520	CONCENTRADOS DEL CENTRO S.A	198247	-36357	-134919	104208	78364
810001351	ALL SUPPLIES LTDA.	109854	92905	79778	108958	86078
810004032	REPRESENTACIONES LASTRA EJE CAFETERO LIMITADA	139594	277425	42538	99470	274986
810004803	COMUNIDAD CELULAR S.A	579566	892662	686418	720926	616354
810005843	PAR SAS	95629	122020	171490	41935	263618
810005987	MAQUINAS Y REPUESTOS DEL CAFE LIMITADA	19668	14064	24050	23145	24283
830015006	CAFENET COMUNICACIONES S.A	79518	118815	50741	68403	60763
890800718	SUCESORES DE JOSE JESUS RESTREPO Y CIA S.A	27183807	-7552479	12324856	30365856	21384251
890806065	QUINTERO GIRALDO Y CIA LTDA	103329	75267	96204	107696	110721

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

Se evidencia el EBITDA del subsector Comercio por menor, donde solo la empresa Concentrados del Centros durante dos años reporto dos veces el EBITDA negativo, años 2009 y 2010. Además 10 es decir el 83,34% de las 12 empresas de éste subsector presentaron EBITDA positivo por los 5 años evaluados.

Tabla 3 EBITDA SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES DEL 2008 A 2012

TABLA N° 3 EBITDA SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES DEL 2008 A 2012						
NIT	RAZON SOCIAL	VALOR EBITDA POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800050622	ESTACION DE SERVICIO MANUELA LTDA	19537	34226	-4187	32620	46321
810000819	EMPRESA DE SERVICIOS SAN MARCEL EMPRESA UNIPERSONAL	217133	276372	254590	173273	147000
810003317	MULTISERVICIOS PANAMERICANA S A	328344	111381	1869408	2040194	2717982
810004761	SANTA SOFIA S.A	55214	37751	52439	44852	12616
810005071	INVERSIONES GOMEZ LONDOÑO Y CIA S EN C	39688	81159	52125	36740	4335
810006772	P Y R S.A.	139419	81513	159537	61474	191726

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

En este subsector de combustibles y lubricantes durante los 5 años el cálculo del EBITDA fue positivo, es decir el 100% de las empresas que conforman este subsector presentaron un resultado positivo de este indicador.

Tabla 4 EBITDA SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS DEL 2008 A 2012

TABLA N° 4 EBITDA SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS DEL 2008 A 2012						
NIT	RAZON SOCIAL	VALOR EBITDA POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800022826	GONZA S.A.	19295	-29161	27965	-7230	11244
800048266	CENTRO DE COLISIONES RASAUTOS LTDA	278855	252604	215761	160468	78678
800129263	VEHICULOS DE CALDAS S.A	565560	269448	491415	268566	430018
800206234	CASAUTOS S.A.	475823	480039	576716	888153	-1040102
810000654	GIMA SA	389570	155951	155235	13611	69587
810000882	ARMOTOR S.A	779963	477874	1588044	1984821	1720309
810005399	IMPORTACIONES DUQUE GIRALDO Y CIA S. EN C.S.	514297	570851	784652	857387	651149
890800120	CASA LOPEZ S.A.	263097	202195	338981	551048	412778
890801770	CASA RESTREPO S.A.	-417895	-884405	-340296	-1090383	-795364
890801904	REENCAUCHADORA MODRNA S.A	-10907	508523	21783	5597	-29782
890802377	AUTOMOTRIZ CALDAS MOTOR S.A.	-64572	-383005	-155794	-473887	-532495
890802651	COLOMBIANA DE AUTOS S.A. COLAUTOS	-299665	-116855	-36938	-60445	-177858
900031764	RADIOS & RINES S A	30366	23609	-8921	10147	-38942
900032808	INVERSION EN AUTOMOTORES SA	200143	67532	536883	552257	493946

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

En este subsector se observa que tres empresas del segmento automotriz Casa Restrepo, Colautos y Caldas Motor reportan EBITDA negativo, por utilidades operacionales negativas altas. En este subsector 8 es decir el 57,14% de las 14 empresas presentaron EBITDA positivo todos los años.

Si realizamos una sumatoria de todos los subsectores del Sector Comercio de la ciudad de Manizales, concluimos que 45 empresas de las 59 analizadas, es decir el 76,27% presentaron un EBITDA POSITIVO por los 5 años consecutivos, donde el subsector vehículos y actividades conexas tiene el porcentaje más bajo con un 57,14% y el subsector combustibles el más alto con 100%.

6.2. ANALISIS DEL FENO POR SUBSECTOR

El Flujo de Efectivo Neto de Operación el cual se tomó directamente del archivo Flujo de Efectivo para cada uno de los años en cuestión (Columna llamada FLUJO DE EFECTIVO NETO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN, columna AQ), para cada año analizado, el cual también se presenta según los subsectores establecidos por la Supersociedades, en las siguientes tablas así:

Tabla 5 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, SUBSECTOR COMERCIO MAYOR

TABLA N° 5 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, SUBSECTOR COMERCIO MAYOR						
NIT	RAZON SOCIAL	FLUJO DE EFECTIVO POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800050749	T.M. S.A.	2723962	7986773	-702717	438370	1535613
800052161	COMPAÑIA NACIONAL DEL CAFE S.A.S.	3338296	-2642719	1595630	3647388	1856646
800149426	INVERSIONES CAMBIA S.A.	41760	-280251	610514	-324551	-47699
800152144	SALVADOR GIRALDO LOPEZ SUCESORES S.A.S.	545290	336962	55913	617381	-83104
800153686	SOLDA EQUIPOS LTDA	44080	52237	28527	58624	-5448
800161660	DROGAS S.A.	1105493	3108639	5612086	791813	-2176494
800165994	DISTRIBUCIONES VETERINARIAS S.A.	-69978	-91622	-56994	-288733	256847
800190383	DISTRIBUIDORA DE ALUMINIOS MAYA CARDONA DISTRIALUM LTDA	29153	66729	-34555	93849	144248
800234616	QUIRUFARMA S A	88920	488759	604893	-98022	168817
800236101	BUEN VIENTO S.A.S	100593	-105741	-571688	339349	64172
810000425	GRUPO MEDIPOS S.A.	119700	245861	-359471	310256	232202
810002788	GENERICOS DE COLOMBIA GEDECOL SAS	-188392	255144	118057	-100400	-104985
810006003	AGROCALDAS LTDA	-15910	1191	13187	30705	19071
810006056	ALMACEN Y DISTRIBUCIONES AGRICOLAS EL RUIZ S.A.	-1213049	38071	545138	-885809	1396427
810006736	INVERSIONES VELASQUEZ & CIA S EN C	-15926	-648174	-57951	27211	110739
890800026	ALMACEN EL PINTOR LTDA	20095	157000	36137	-82655	-103574
890800788	SUMATEC S.A.	-89146	6933748	-2018140	-3643771	-6115917
890800896	VEGA LIMITADA	-83893	430369	216165	194142	43915
890801486	DIEGO VALLEJO S.A.	-256459	278276	78220	72096	40118
890803418	PROMAPAN LTDA	182210	85660	229207	385399	162777
890805053	JORGE E. JARAMILLO V. Y CIA S.A.S	590551	245410	2341449	1870641	1537115
890805168	COMERCIAL CALDAS S.A.	168872	1509112	586857	-135689	749251
890805825	PUNTO ELECTRICO LTDA	197623	459818	256891	-82575	210829
890806481	FERRAR S.A.	43052	20665	-178002	-248373	442
890806640	BALDOSAS DEL NORTE LTDA	81360	640947	187237	-36115	-70469
890806999	ARMETALES S.A.	799234	7425	428603	-2277523	3432651
890807213	ALMACEN PARIS S.A.	-1025326	2847229	-920865	-355287	-1309050

Tabla N °5. FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 AL 2012, SUBSECTOR COMERCIO MAYOR. Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

A diferencia de la tabla del EBITDA por subsector en el flujo de efectivo se observan muchos reportes con FENO negativo en un año como TM SA, Distrialuminios, Medipos, entre otros y dos años como Ferrar SA y Baldosas del norte, tres o más años como Almacén Paris, Inversiones Velásquez, lo que evidencia el Flujo de efectivo que en ese momento presentaba la empresa y hace que sea más complejo sobredimensionarlo o minimizarlo. En éste subsector 25 de las 27 empresas presentaron en algún año FENO negativo es decir el 92,59%,

solo el 7,41% de las empresas presentaron flujos de efectivos netos de la operación positivos los 5 años analizados.

Tabla 6 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMERCIO MENOR

TABLA N° 6 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMERCIO MENOR						
NIT	RAZON SOCIAL	FLUJO DE EFECTIVO POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800161662	SUPERMERCADOS EL AHORRO S.A.	995245	552933	782010	474793	-281738
800167006	DISTRIBUIDORA SURTICALDAS LIMITADA.	159813	91036	269357	-14278	77700
800185994	COMERCIAL DE ALUMINIOS LTDA	22122	22188	13999	32561	-2569
810000520	CONCENTRADOS DEL CENTRO S.A	94606	389521	-150474	113595	555551
810001351	ALL SUPPLIES LTDA.	77574	-98221	144627	-178413	173642
810004032	REPRESENTACIONES LASTRA EJE CAFETERO LIMITADA	35825	669873	80785	-2703	37759
810004803	COMUNIDAD CELULAR S.A	-53620	-87736	-592591	-414316	-319527
810005843	PAR SAS	161338	-287881	124909	-943762	480925
810005987	MAQUINAS Y REPUESTOS DEL CAFE LIMITADA	-12530	-276752	-9416	10276	-9439
830015006	CAFENET COMUNICACIONES S.A	122890	151843	-9174	95590	49498
890800718	SUCESORES DE JOSE JESUS RESTREPO Y CIA S.A	35912739	-3035	-21696106	-13249929	49126169
890806065	QUINTERO GIRALDO Y CIA LTDA	68660	9892	145296	37748	92487

Tabla N° 6. FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 AL 2012, SUBSECTOR COMERCIO MENOR. Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector de comercio por menor se observa que una empresa como Comunidad celular presento FENO negativo los 5 años y sucesores de José Restrepo 3 reporte negativos, en este subsector 1 de las 12 empresas analizadas, es decir el 8,33% de las empresas presentaron FENO positivo los 5 años, frente a un 91,67% que presentaron en alguno de los años analizados FENO negativo.

Tabla 7FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES

TABLA N° 7 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES						
NIT	RAZON SOCIAL	FLUJO DE EFECTIVO POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800050622	ESTACION DE SERVICIO MANUELA LTDA	68698	5776	23704	15374	-49926
810000819	EMPRESA DE SERVICIOS SAN MARCEL EMPRESA UNIPERSONAL	-181975	502847	-2723817	23669	19841
810003317	MULTISERVICIOS PANAMERICANA S A	536597	34727	1520697	2011002	2440702
810004761	SANTA SOFIA S.A	70264	-40267	89373	-5025	-7853
810005071	INVERSIONES GOMEZ LONDOYO Y CIA S EN C	-7500	683284	176515	-12916	-142172
810006772	P Y R S.A.	143620	-9409	249074	101048	414389

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector solo se observa 1 de las 6 empresas con reportes positivos todos los años, estación de servicios Manuela, el resto presentaban de uno a tres informes negativos en diferentes años, es decir el 16,77% de las empresas de este subsector presentaron FENO positivo los 5 años consecutivos y el 83,23% en algún período presento FENO negativo.

Tabla 8 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACION DE 2008 A 2012, SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS

TABLA N8 FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN DE 2008 A 2012, SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS						
NIT	RAZON SOCIAL	FLUJO DE EFECTIVO POR AÑOS				
		2008	2009	2010	2011	2012
800022826	GONZA S.A.	105589	-212944	-100618	12250	-22411
800048266	CENTRO DE COLISIONES RASAUTOS LTDA	-51866	170535	275054	-1386398	59231
800129263	VEHICULOS DE CALDAS S.A	338315	461299	346391	2061085	-324986
800206234	CASAUTOS S.A.	916907	-1174094	-2535699	377502	1513883
810000654	GIMA SA	-127076	-199542	329979	494159	-124083
810000882	ARMOTOR S.A	-2425599	762590	2307922	-3766603	1251441
810005399	IMPORTACIONES DUQUE GIRALDO Y CIA S. EN C.S.	-205095	-21679	559876	-1340460	584539
890800120	CASA LOPEZ S.A.	-33168	67677	353993	257584	313247
890801770	CASA RESTREPO S.A.	4993335	-108649	-2634959	-1830166	3242170
890801904	REENCAUCHADORA MODRNA S.A	7405	-339319	36585	55153	-36094
890802377	AUTOMOTRIZ CALDAS MOTOR S.A.	1491482	-4724	-410000	794537	-771297
890802651	COLOMBIANA DE AUTOS S.A. COLAUTOS	-221592	-349348	278156	504973	-769607
900031764	RADIOS & RINES S A	-22560	23170	28947	-228611	-84414
900032808	INVERSION EN AUTOMOTORES SA	-445811	103	-652625	-1032535	-437628

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector se observa que las empresas automotrices que presentaron por 5 años el EBITDA negativo Casa Restrepo, Colautos y Caldas Motor, acá solo por tres años presentaron FENO negativo, con valores menores que el EBITDA. Pero llama la atención que el 100% de las empresas del subsector vehículos y conexas presentaron durante el análisis del quinquenio algún año negativo.

6.3 COMPARACION POR SUBSECTOR EBITDA VS FENO

Si comparamos el total de las 59 empresas con EBITDA positivo vs FENO positivo, encontramos que 45 presentaron EBITDA positivo en los 5 años analizados, es decir el 76,27%, frente al 6,78% del total de empresas que obtuvieron los 5 años FENO positivo es decir en alguno de los 5 años analizados el 93,22% de las empresas del sector comercial de la ciudad de Manizales presentan un FENO negativo, lo que nos permite inferir que el resultado del EBITDA se puede en un periodo de tiempo sobredimensionar y nos aleja de la posibilidad de tomarlo como flujo de efectivo, a diferencia del FENO que nos muestra la realidad del flujo de efectivo de la empresa en el periodo analizado.

Se elaboró una tabla y gráfica consolidada con la información de EBITDA VS FENO Flujo de Efectivo Neto de Operación para las 59 empresas analizadas y luego se realizó la misma tabla y gráfica para las empresas según los subsectores establecidos por la Supersociedades. A partir de los datos de EBITDA y FENO, se calculó la diferencia entre estos para determinar si, como se intuye, el EBITDA es mayor que el FENO para la mayoría de las empresas de la población de referencia y se expresa de manera porcentual esa proporción.

Tabla 9 COMPARATIVA EBITDA VS FENO EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012

TABLA N° 9 COMPARATIVA EBITDA VS FENO EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012					
RESULTADOS EBITDA - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA > FENO	39	35	38	45	40
% EMPRESAS EBITDA > FENO	66,10%	59,32%	64,41%	76,27%	67,80%
EMPRESAS EBITDA < FENO	20	24	21	14	19
% EMPRESAS EBITDA < FENO	33,90%	40,68%	35,59%	23,73%	32,20%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

Se evidencia que en promedio en los 5 años analizados 39 de las 59, de las empresas del Sector Comercial en el quinquenio analizado 2008 a 2012, es decir un 66,78%, presentó un EBITDA con un mayor valor que el FENO, y 20 empresas el 33,22% presentaba EBITDA menores. Donde el año 2009 con un 59,32% es el año con la diferencia más baja de EBITDA mayor al FENO es decir resultado positivo a favor del EBITDA y en el año 2011 45 empresas es decir el 76,27% con una proporción más alta a favor del EBITDA.

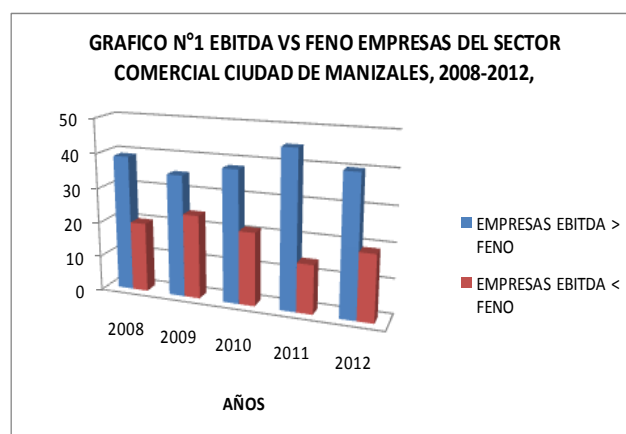


Ilustración 1 EBITDA VS FENO empresas del sector comercial ciudad de Manizales 2008 -2012

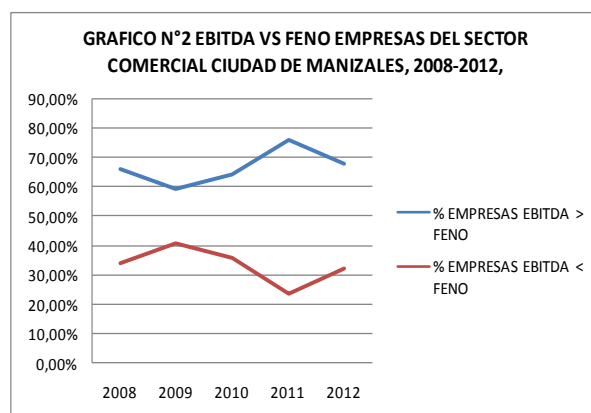


Ilustración 2 resultado porcentual EBITDA VS FENO empresas del sector comercial ciudad de Manizales 2008-2012

En estos gráficos se observa la tendencia del EBITDA con un mayor valor sobre el sobre el FENO, con una marcada diferencia de 39 empresas en el 2008, 45 en el 2011 y 40 en el 2012, a su vez los años 2009 y 2010 reportan un aumento de empresas con FENO Mayor 24 Y 21 respectivamente pero los mismos no alcanzan a superar los reportados con EBITDA mayor, en promedio de los 5 años sólo el 33,90% de la empresas presentó un FENO mayor, siendo el año 2009 donde el FENO alcanzó su mayor porcentaje con un 40,68% y el año 2011 donde el EBITDA alcanzó su mayor diferencia de 76,27%.

Tabla 10 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MAYOR 2008 A 2012

TABLA N° 10 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MAYOR 2008-2012					
RESULTADOS EBITDA - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA > FENO	21	14	22	22	16
% EMPRESAS EBITDA > FENO	77,78%	51,85%	81,48%	81,48%	59,26%
EMPRESAS EBITDA < FENO	6	13	5	5	11
% EMPRESAS EBITDA < FENO	22,22%	48,15%	18,52%	18,52%	40,74%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector se observa que en promedio de los 5 años el 70,37%, es decir 19 de las 27 empresas que lo conforman presentan un EBITDA mayor que el FENO, lo que permite inferir una sobredimensión del EBITDA, exceptuando el año 2009 donde el FENO se aproximaba con 48,15% y se evidencia grandes diferencias entre EBITDA VS FENO como las presentadas en los años 2010 y 2011 de un 81,48% con un EBITBA Mayor y sólo el 18,52% con un FENO mayor, en promedio en esos dos años 22 de las 27 empresas reportaron EBITDA mayor que el FENO.

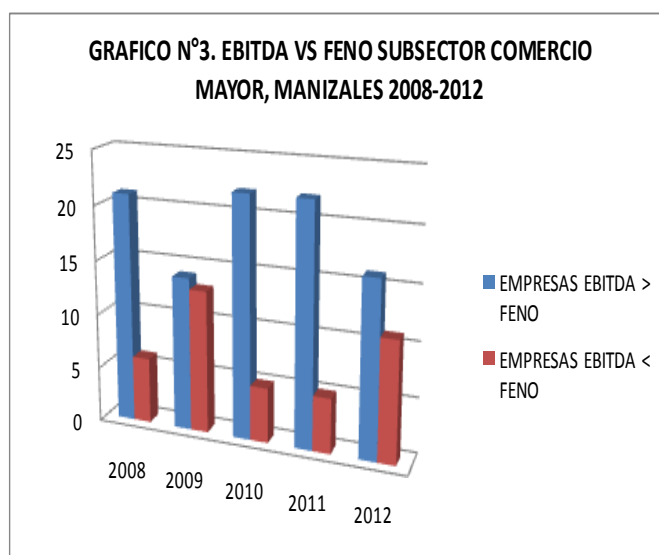


Ilustración 3 EBITDA VS FENO. Elaboración propia subsector comercio mayor ciudad de Manizales 2008-2012

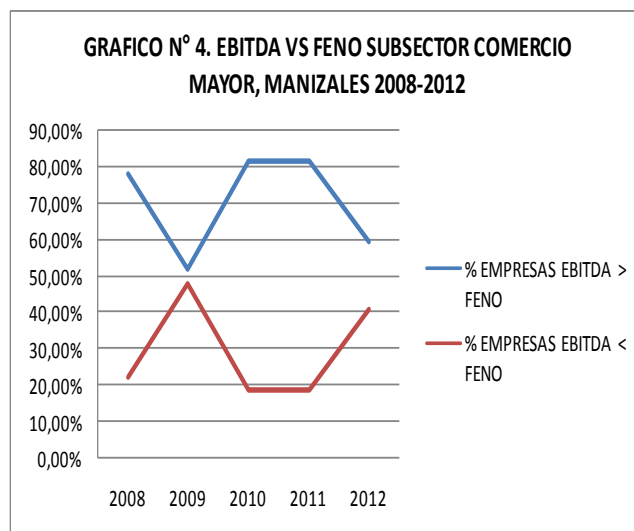


Ilustración 4 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector comercio mayor ciudad de Manizales 2008-2012. elaboración propia

En estos gráficos se evidencia que el promedio porcentual promedio durante los 5 años de 29,63% con empresas con el FENO mayor, es decir en promedio el 70,37% de las empresas presentaron un EBITDA mayor que el FENO, se observa además en estos gráficos, las diferencias a favor del EBITDA donde sólo el 2009 se aproxima el FENO con un 48,15% y resalta la gran diferencia de 22 de las 27 empresas con mayor EBITDA en los años 2010 y 2011, lo que no permite verificar que nuestro planteamiento en este subsector es válido al decir que el EBITDA es mayor que el FENO, además de inferir una posible sobredimensión del EBITDA como indicador generador de valor y a una posible sobrevaloración de las mismas empresas, desconociendo el flujo de efectivo de las mismas en el periodo analizado.

Tabla 11 EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR 2008 A 2012

TABLA N° 11 EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR 2008 A 2012					
RESULTADOS EBITDA - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA > FENO	8	7	7	10	7
% EMPRESAS EBITDA > FENO	66,67%	58,33%	58,33%	83,33%	58,33%
EMPRESAS EBITDA < FENO	4	5	5	2	5
% EMPRESAS EBITDA < FENO	33,33%	41,67%	41,67%	16,67%	41,67%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector en promedio de los 5 años, 7,8 de las 12 empresas presentaron un EBITDA mayor que el FENO es decir el 65,00%, donde el 2011 mostro que el 83,33% de la empresas presentaron un FENO Menor y los años 2009, 2010 y 2012, 7 de las 12 empresas presentaron EBITDA mayor, es decir el 58,33% de las empresas del subsector.

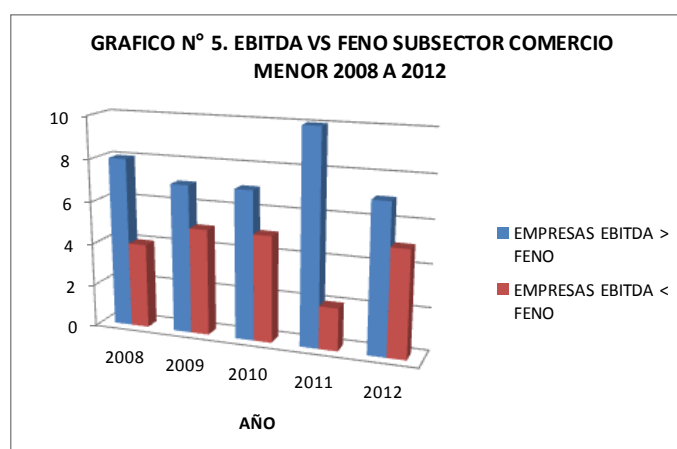


Ilustración 5 EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR DE MANIZALES 2008-2012

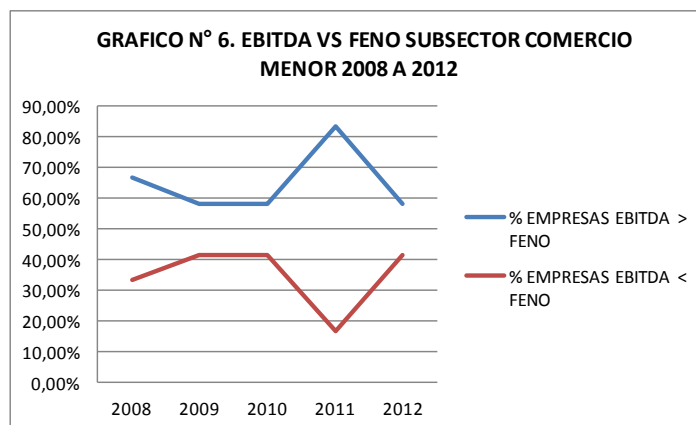


Ilustración 6 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector comercio menor de Manizales 2008 - 2012.

Se observa en estos gráficos el comportamiento de un EBITDA mayor que el FENO, lo que permite ratificar la premisa establecida, donde el 2011 es muy llamativo porque de las 12 empresas que conforman el subsector solo 2 presentaron FENO mayor que el EBITDA es decir el 16,67%. Además éstos gráficos muestran la tendencia de mantenerse el EBITDA mayor que el FENO, no hay años en que esta diferencia se aproxime, solo en los años 2009, 2010 Y 2012, la diferencia es más cercana con un 41,67% de diferencia entre estos a favor del FENO, es decir con un 58,33% de EBITDA mayor.

Tabla 12 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES 2008 AL 2012

TABLA N° 12. COMPATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES 2008 AL 2012					
RESULTADOS EBITDA - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA > FENO	2	4	2	5	5
% EMPRESAS EBITDA > FENO	33,33%	66,67%	33,33%	83,33%	83,33%
EMPRESAS EBITDA < FENO	4	2	4	1	1
% EMPRESAS EBITDA < FENO	66,67%	33,33%	66,67%	16,67%	16,67%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En la comparación entre estos dos indicadores se evidencia que dos años 2008 y 2010 el FENO es mayor un 66,67% frente al 33,33% del EBITDA y es la primera vez dentro de nuestro análisis donde durante 2 años en un subsector el FENO es mayor que el EBITDA, y dos años 2011 y 2012 se evidenció que 5 de las 6 empresas presentaban un EBITDA mayor es decir el 83,33% de las empresas del subsector, en promedio 2,4 de las 6 empresas del subsector, es decir el 40% de las empresas presentaron un FENO menor.

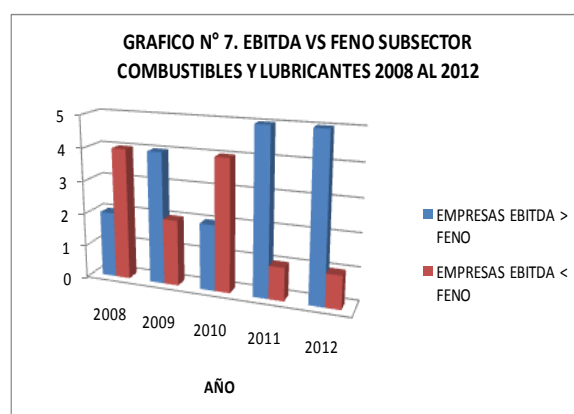


Ilustración 7 EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes de Manizales 2008 - 2012.

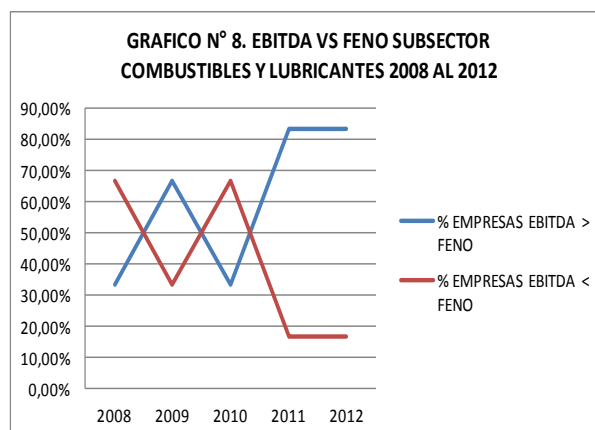


Ilustración 8 Resultado porcentual EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes de Manizales 2008 - 2012.

En estos gráficos se evidencia 2 años con diferencia entre EBITDA y FENO 2 a favor del FENO y dos a favor del EBITDA lo que permite inferir que en este subsector no evidencia una diferencia tacita del EBITDA sobre el FENO, pero en el promedio global de los 5 años en un 60% el EBITDA es mayor que el FENO, es decir 3.6 de las 6 empresas presentar en EBITDA mayor. Además se evidencia la tendencia porcentual en este subsector de intercalar los resultados de EBITDA vs FENO con un año con una gran diferencia en el año 2012, donde 5 de las 6 empresas presentan un FENO menor, es decir el 83,33%.

Tabla 13 COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS 2008 AL 2012

TABLA N° 13. COMPARATIVA EBITDA VS FENO SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS 2008 AL 2012					
RESULTADOS EBITDA - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA > FENO	8	10	7	8	12
% EMPRESAS EBITDA > FENO	57,14%	71,43%	50,00%	57,14%	85,71%
EMPRESAS EBITDA < FENO	6	4	7	6	2
% EMPRESAS EBITDA < FENO	42,86%	28,57%	50,00%	42,86%	14,29%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector se evidencia que en promedio 9 de las 14 empresas que lo conforman presentaron en EBITDA mayor, es decir el 64,39%, con un año el 2010 se presenta una igualdad entre los indicadores, es el primer año es que en un subsector el EBITDA y el FENO se presentar en una igual proporción, a su vez el año 2012 el 85,71% de las empresas presentan un EBITDA mayor. Donde en promedio porcentual el 64,29% presentaron un FENO menor.

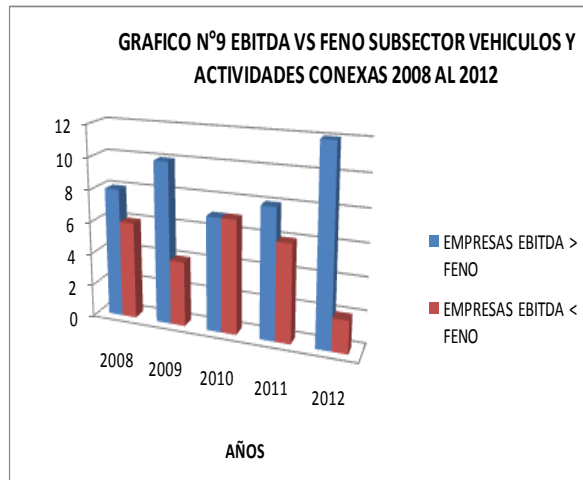


Ilustración 9 . EBITDA VS FENO subsector vehículos y actividades conexas Manizales 2008 - 2012.

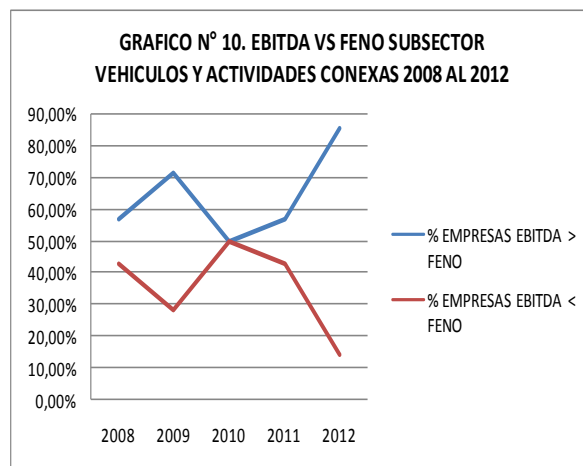


Ilustración 10 RESULTADO PORCENTUAL EBITDA VS FENO subsector vehículos y actividades conexas Manizales 2008 - 2012.

En estos gráficos se observa que en el año 2009 10 de las 14 empresas presentaron un mayor EBITDA es decir el 71,43%, que estos indicadores son muy variables año a año, pero con la tendencia a tener un valor menor en el FENO. Además se observa cómo el año 2012 presenta una diferencia porcentual alta a favor del EBITDA, con un 85,71%, frente al 2010 que 50% y los años 2008 y 2011 con 42,86% mayor el FENO que el EBITDA.

Tabla 14 COMPOARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008 - 2012

TABLA N° 14. COMPARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012				
RESULTADOS EBITDA VS FENO				
SUBSECTOR	C. MAY	C. MEN	COMB	VEH.
PROMEDIO EBITDA > FENO	19	7,8	3,6	9
% EBITDA > FENO	70,37%	65,00%	60%	64,29%
PROMEDIO EBITDA < FENO	8	4,2	2,4	5
% EBITDA < FENO	29,63%	35,00%	40%	35,71%

Fuente Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades

En esta tabla encontramos el consolidado del promedio de los 5 años de los 4 subsectores del sector comercial de la ciudad de Manizales, donde evidenciamos que 39,4 de las empresas es decir el 64,62% presentaron un EBITDA mayor que el FENO, siendo el subsector comercio mayor donde se presentó una mayor diferencia con un 70,37% y el sector combustibles con un 60% donde se presentó una menor diferencia pero siempre con un EBITDA mayor.

Es decir podemos inferir que nuestra afirmación que el EBITDA es mayor que el FENO es válida en 65% de probabilidades de las empresas que reportan sus estados financieros y que este indicador puede sobredimensionar el valor de las empresas.

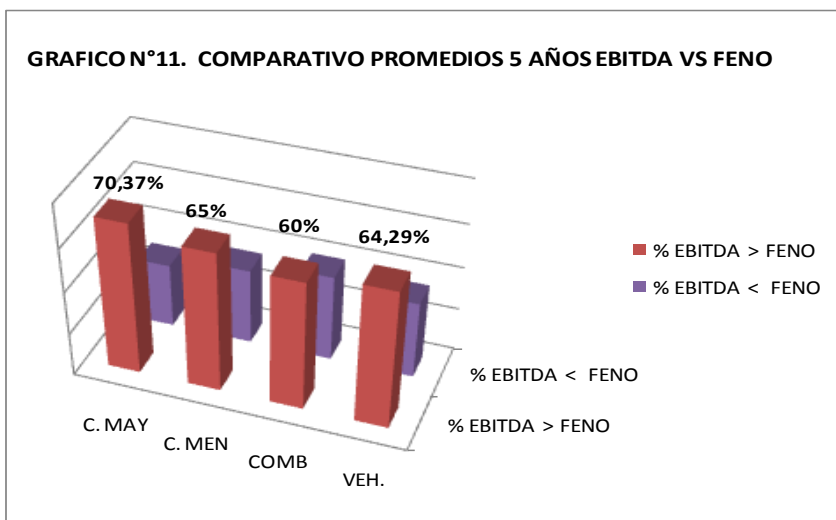


Ilustración 11 Comparativo de los promedio del EBITDA vs FENO en los 5 años de análisis del sector comercial de la ciudad de Manizales, 2008-2012

En este gráfico evidenciamos que el FENO en los 4 subsectores se encuentra por debajo del indicador EBITDA, siendo el 29,63% de las empresas en el subsector comercio mayor con un FENO mayor, en el subsector combustibles el FENO alcanza su mayor porcentaje con un 40%, lo que nos permite inferir que las diferencias entre los subsectores son evidentes ya que cada uno tiene su propia dinámica, pero a su vez confirman nuestra proposición de que el EBITDA es mayor que el FENO.

6.4 OBTENCIÓN DEL INDICADOR ALTERNATIVO EBITDA AJUSTADO

Para la Obtención y cálculo del indicador alternativo, tomamos del archivo de Balance General de cada año, se extraen las cuentas relacionadas con el capital de trabajo, es decir, Caja y Bancos (cuenta 11 columna L), Cuentas por cobrar o Clientes (cuenta 1305 columna N), Inventarios (cuenta 1405 columna AJ, cuenta 1410 columna AK, cuenta 1430 columna AQ).

Una vez se tienen separadas estas cuentas del balance, se calcula la variación de un año a otro en cada una de ellas para las empresas del sector Comercial. Se considerará positivo una disminución en la cuenta de activos, inventarios y en la de cuentas por cobrar (cartera) y se considerará negativo un aumento de un año al otro en las mismas cuentas. Para determinar la variación del capital de trabajo ΔKT se realizó el capital de trabajo del año 2007 para realizar la varianza del 2008, la del 2009 con los datos KT 2008-2009, el año 2010 con la varianza 2009-2010 y así sucesivamente. Se calcula la ΔKT así:

$$\Delta KT \text{ año } X = KT (\text{año } X-1) - KT \text{ año } X$$

Al EBITDA del año en evaluación se le suma o resta, de acuerdo al resultado de la ecuación anterior, es decir las variaciones en las cuentas que conforman el capital de trabajo explicadas en el punto 6 fase 2 de la metodología. Este nuevo valor es el indicador propuesto que llamaremos EBITDA ajustado, el cual se calcula según la siguiente fórmula:

$$EBITDA\ AJUSTADO = EBITDA\ año\ X (+/-)\ \Delta KT\ año\ X$$

A partir de los datos del nuevo indicador y del FENO, se calcula la diferencia entre ambos para determinar si, como se intuye, el EBITDA ajustado obtenido ahora es menor o equivalente frente al FENO para la mayoría de las empresas del estudio referencia y se deberá expresar de manera porcentual esa proporción.

En la siguiente tabla se muestra en global de 59 empresas en las cuales se aplica la diferencia EBITDA AJUASTADO - FENO y el resultado de estas en mayor o menor valor, la razón menor si el resultados de restar el nuevo indicador al flujo de efectivo neto de la operación es negativo y es mayor si es positivo, posterior a esta tabla se explicara los resultados por subsector.

Tabla 15 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SECTOR COMERCIAL, MANIZALES 2008 A 2012

TABLA N°15. COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SECTOR COMECIAL, MANIZALES 2008 A 2012											
NIT	SECTOR	2008		2009		2010		2011		2012	
		FENO	EBITDA AJUSTADO	FENO	EBITDA AJUSTADO	FENO	EBITDA AJUSTADO	FENO	EBITDA AJUSTADO	FENO	EBITDA AJUSTADO
810000425	COMERCIO AL POR MAYOR	119700	-1408849	245861	1755324	-359471	-378417	310256	56601	232202	1025002
890806999	COMERCIO AL POR MAYOR	799234	-1018409	7425	1078511	428603	3338867	-2277523	823770	3432651	637042
810006056	COMERCIO AL POR MAYOR	-1213049	-872841	38071	-1987002	545138	1883546	-885809	-497861	1396427	-664485
810003317	COMERCIO DE COMBUSTIB	536597	-760831	34727	-211339	1520697	2162029	2011002	1447364	2440702	3122384
810004032	COMERCIO AL POR MENOR	35825	-673165	669873	397463	80785	-156374	-2703	-127957	37759	-25785
810000520	COMERCIO AL POR MENOR	94606	-201938	389521	169031	-150474	-483027	113595	78981	555551	-266771
800161662	COMERCIO AL POR MENOR	995245	-149224	552933	-942706	782010	2142272	474793	1988736	-281738	741657
800129263	COMERCIO DE VEHICULOS	338315	-117034	461299	1080679	346391	-1227549	2061085	1425194	-324986	-2554382
800185994	COMERCIO AL POR MENOR	22122	-112406	22188	61700	13999	110434	32561	30244	-2569	23850
800153686	COMERCIO AL POR MAYOR	44080	-98828	52237	-166064	28527	71400	58624	20651	-5448	30216
810004761	COMERCIO DE COMBUSTIB	70264	-78939	-40267	69393	89373	39766	-5025	77204	-7853	3769
800167006	COMERCIO AL POR MENOR	159813	-66911	91036	331055	269357	380379	-14278	147646	77700	-57279
900031764	COMERCIO DE VEHICULOS	-22560	-62359	23170	41239	28947	34690	-228611	-137289	-84414	-675993
810005843	COMERCIO AL POR MENOR	161338	-48427	-287881	298565	124909	86167	-943762	-108468	480925	-38477
890800026	COMERCIO AL POR MAYOR	20095	-37990	157000	103744	36137	125191	-82655	104792	-108574	92442
800206234	COMERCIO DE VEHICULOS	916907	-22433	-1174094	-964910	-2535899	-328933	377502	2675450	1513883	111157
810006772	COMERCIO DE COMBUSTIB	143620	-11767	-9409	251641	249074	153984	101048	42842	414389	97278
800236101	COMERCIO AL POR MAYOR	100593	-9714	-105741	61040	-571688	225764	339349	113707	64172	65046
810005071	COMERCIO DE COMBUSTIB	-7500	-5586	683284	73698	176515	-4098	-12916	-38280	-142172	38679
890801904	COMERCIO DE VEHICULOS	7405	-1998	-339319	500711	38585	5279	55153	44234	-36094	-14374
810006736	COMERCIO AL POR MAYOR	-15926	5233	-648174	284304	-57951	-24462	27211	-10021	110739	6419
810005987	COMERCIO AL POR MENOR	-12530	10067	-276752	3690	-9416	53003	10276	-847	-9439	21000
890801486	COMERCIO AL POR MAYOR	-256459	12008	278276	-21090	78220	174805	72096	110611	40118	84756
900032808	COMERCIO DE VEHICULOS	-445811	23494	103	-1411415	-652625	417894	-1032535	517114	-437628	-2608532
800149426	COMERCIO AL POR MAYOR	41760	28480	-280251	114464	610514	-254086	-324551	564010	-47699	267163
800022826	COMERCIO DE VEHICULOS	105589	34808	-212944	-28968	-100618	61733	12250	-12850	-22411	-20043
800050622	COMERCIO DE COMBUSTIB	68698	43113	5776	-61255	23704	96089	15374	-33979	-89926	75122
800190383	COMERCIO AL POR MAYOR	29153	62873	66729	84789	-34555	-489605	93849	691246	144248	48934
830015006	COMERCIO AL POR MENOR	122890	72920	151843	-195387	-9174	351519	95590	52050	49498	102242
890803418	COMERCIO AL POR MAYOR	182210	102338	85660	-23897	229207	242360	385399	245488	162777	325776
890800896	COMERCIO AL POR MAYOR	-83893	110723	430369	168625	216165	174071	194142	361760	43915	298686
810006003	COMERCIO AL POR MAYOR	-15910	161042	1191	54847	13187	19215	30705	-141989	19071	501995
890805825	COMERCIO AL POR MAYOR	197623	163821	459818	141398	256891	-41036	-82575	403697	210829	345119
890806065	COMERCIO AL POR MENOR	68660	179087	9892	2849	145296	49752	37748	69191	92487	138053
890806640	COMERCIO AL POR MAYOR	81360	187152	640947	110234	187237	189525	-36115	308323	-70469	211890
890806481	COMERCIO AL POR MAYOR	43052	189196	20665	222123	-178002	161086	-248373	-360814	442	614148
800152144	COMERCIO AL POR MAYOR	545290	237041	336962	8802	55913	188740	617381	431848	-83104	683436
810005399	COMERCIO DE VEHICULOS	-205095	291518	-21679	-62953	559876	871945	-1340460	1046769	584539	381399
810000819	COMERCIO DE COMBUSTIB	-181975	323346	502847	-181186	-2723817	205034	23669	281800	19841	134154
890801770	COMERCIO DE VEHICULOS	4993335	339537	-108649	-1447495	-2634959	-4279687	-1830166	129712	3242170	1028872
800048266	COMERCIO DE VEHICULOS	-51866	340808	170535	333691	275054	302126	-1386398	119193	59231	-38765
810002788	COMERCIO AL POR MAYOR	-188392	343988	255144	329539	118057	268524	-100400	259653	-104985	163441
810001351	COMERCIO AL POR MENOR	77574	350125	-98221	-75576	144627	141553	-178413	14531	173642	110447
800165994	COMERCIO AL POR MAYOR	-69978	463231	-91622	108858	-56994	-428	-288733	406481	256847	105101
810000654	COMERCIO DE VEHICULOS	-127076	489212	-199542	274745	329979	295252	494159	-249227	-124083	131087
800234616	COMERCIO AL POR MAYOR	88920	617878	488759	-170740	604893	1359163	-98022	420909	168817	54970
890805168	COMERCIO AL POR MAYOR	168872	625114	1509112	304503	586857	551563	-135689	216290	749251	139891
810004803	COMERCIO AL POR MENOR	-53620	660866	-87736	72534	-592591	1374512	-414316	484061	-319527	482832
800161660	COMERCIO AL POR MAYOR	1105493	729569	3108639	-1621308	5612086	1813637	791813	-1134643	-2176494	2029384
890800120	COMERCIO DE VEHICULOS	-33168	786047	67677	-173428	353993	85811	257584	776715	313247	515877
890802651	COMERCIO DE VEHICULOS	-221592	896928	-349348	-1002210	728156	562373	504973	39865	-789607	-242064
890807213	COMERCIO AL POR MAYOR	-1025326	896950	2847729	484877	-290865	194909	-355287	-262175	-1309050	1762741
890800788	COMERCIO AL POR MAYOR	-89146	937983	6933748	16210012	-2018140	-1669357	-3643771	1374940	-6115917	363242
810000882	COMERCIO DE VEHICULOS	-2425599	1213738	762590	813071	2307922	-717206	-3766603	1113888	1251441	3704580
890802377	COMERCIO DE VEHICULOS	1491482	1281589	-4724	-260367	-410000	-1514250	794537	-360341	-771297	357543
890805053	COMERCIO AL POR MAYOR	590551	1947877	245410	243214	2341449	926873	1870641	2376802	1537115	1525465
800052161	COMERCIO AL POR MAYOR	3338296	3603009	-2642719	2621586	1595630	-426437	3647388	3877473	1856646	2307359
800050749	COMERCIO AL POR MAYOR	2723962	3720555	7986773	8165201	-702717	729921	438370	406793	1535613	402398
890800718	COMERCIO AL POR MENOR	35912739	31095364	-3035	9144188	-21696106	-971433	-13249929	-5776174	49126169	36066462

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

Tabla 16 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACION SECTOR COMERCIAL, MANIZALES 2008 A 2012

TABLA N°16. COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SECTOR COMERCIAL, MANIZALES 2008 A 2012					
RESULTADOS EBITDA AJUSTADO - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	30	30	35	34	36
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	50,85%	50,85%	59,32%	57,63%	61,02%
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	29	29	24	25	23
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	49,15%	49,15%	40,68%	42,37%	38,98%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En esta tabla resumen de todo el sector comercio de la ciudad de Manizales, se evidencia que el nuevo indicador EBITDA AJUSTADO menos el FENO redujo año por año número de empresas con EBITDA mayor que el FENO, en promedio de empresas con EBITDA – FENO fue de 39 en los 5 años evaluados, mientras que el promedio del EBITDA AJUSTADO – FENO es de 33 empresa una reducción del 11% entre los dos valores en el quinquenio, se reduce del 66,78% al 55,93%, con variaciones en cada año, en el 2008 se pasa de 39 empresas con EBITDA mayor al FENO a 30 para el mismo año con el nuevo indicador, el año con más diferencia es el 2011, se paso de un 76,27 % de empresas con EBITDA mayor a 57,63% con el EBITDA AJUSTADO, es decir se paso de 14 empresas con FENO mayor a 25 con FENO MAYOR, seguida del año 2008 que se paso de 20 empresas con FENO mayor a 29 con el nuevo indicador, es decir aumento del 33,90% al 49,15%.

Por lo anterior podemos inferir que si bien esperábamos una mayor diferencia del EBITDA AJUSTADO menos el FENO, es decir que mas empresas disminuyeran el indicador nuevo, lo que resaltamos de importante, es que en este sector las materias primas, los productos en proceso y los productos terminados que determinan el gran parte del capital de trabajo en este sector es cero o muy bajo, pero inferimos que en empresas del sector industrial y/o manufacturero este nuevo indicador generará un mayor impacto, aun así, a pesar de contar con un gran impacto en términos de la diferencia, también podríamos inferir que las empresas sobredimensionan el EBITDA ya sea en el impacto del costo de la venta, o en las amortizaciones, o en la utilidad operativa, pero se enfrenta esta misma sobredimensión con la realidad del FENO, que no permite margen de maniobrabilidad.

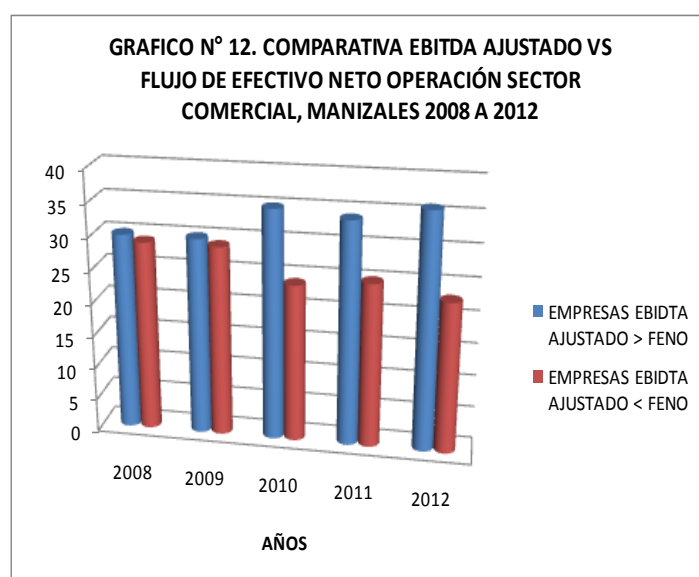


Ilustración 12 Comparativa EBITDA Ajustado VS FENO Flujo de efectivo neto operación sector comercial, Manizales 2008 - 2012.

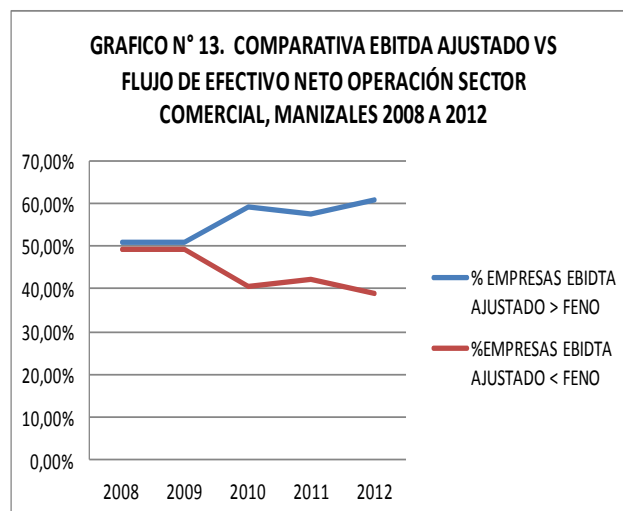


Ilustración 13 Resultado porcentual comparativa EBITDA Ajustado VS FENO Flujo de efectivo neto operación sector comercial, Manizales 2008 - 2012.

Se evidencia en los gráficos la tendencia a equiparar los dos indicadores o de aproximarlos a una visión más real de la empresa, con cambios importantes de los años 2008 y 2011, se resalta que en ninguno de los años de estudio se disminuyó el número de empresas con un FENO menor respecto al análisis con EBITDA. En el año 2012 es donde se evidencia una menor incidencia del nuevo indicador ya que solo 4 empresas aumentaron el FENO frente al EBITDA AJUSTADO.

Observamos además, cómo los años 2008 y 2009 en porcentajes se equiparan con un 49,15% de FENO y un 50,85% para el Nuevo indicador, con un aumento importante de empresas con FENO mayor con un 40,68%, frente análisis previo de EBITDA VS FENO. Se resalta también que en el sector comercial durante el quinquenio analizado en ningún año el FENO superó al nuevo indicador.

Tabla 17 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MAYOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012

TABLA N° 17. COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMECIO MAYOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012					
RESULTADOS EBITDA AJUSTADO - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	17	13	18	17	18
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	62,96%	48,15%	66,67%	62,96%	66,67%
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	10	14	9	10	9
%EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	37,04%	51,85%	33,33%	37,04%	33,33%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector el número de empresas con EBITDA AJUSTADO mayor en promedio de los 5 años fue de 16,6, es decir el 61,48% con un mayor impacto en el año 2009 donde 14 de las 27 empresas, el 51,85% presentaron un FENO Mayor, es decir que el FENO paso de 29,63% en el análisis de EBITDA VS FENO a 38,52% comparado con el EBITDA Ajustado.

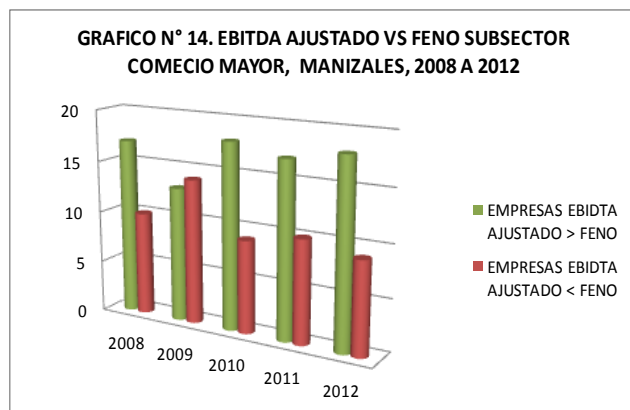


Ilustración 14 EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO SUBSECTOR comercio mayor, ciudad Manizales 2008 - 2012.

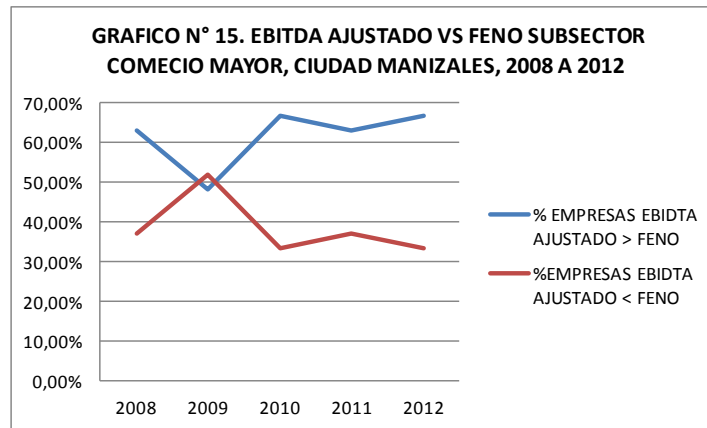


Ilustración 15 RESULTADO PORCENTUAL EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio mayor, ciudad Manizales 2008 – 2012.

Se resalta el año 2009 donde con nuevo indicador EBITDA Ajustado es menor al FENO, es decir 48,15% y con FENO mayor, es decir un 51,85%. En los años 2010 y 2011 se pasa de 5 empresas con FENO menor a 9 y 10 empresas es decir se paso del 18,52% a 33,33% y 37,04% y contrario pasa en el 2012 donde se evidencia que se paso de 16 empresas con EBITDA mayor a 18 con EBITDA Ajustado mayor que el FENO, es decir se paso del 59,26% a 66,67%, es decir un aumento de la diferencia a favor del EBITDA.

En este subsector se evidencia variabilidad en el EBITDA Ajustado, no como se esperaba, afectado por la carencia de producto en fase de producción o producto terminado, o porque en este subsector se trabaja con inventarios que se encuentran a cargo del proveedor y no del comercializador, lo que genera una disminución del monto de inventarios y por ende del capital de trabajo.

Tabla 18 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMERCIO MENOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012

TABLA N°18. COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FENO SUBSECTOR COMECIO MENOR, CIUDAD MANIZALES, 2008 A 2012					
RESULTADOS EBITDA AJUSTADO - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	4	7	7	7	6
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	33,33%	58,33%	58,33%	58,33%	50,00%
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	8	5	5	5	6
%EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	66,67%	41,67%	41,67%	41,67%	50,00%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En esta subsector el año 2008 se invierte totalmente frente al análisis previo, se paso de un 33,33% del FENO en el análisis de EBITDA vs FENO a un 66,67% en el comparativo de EBITDA Ajustado vs FENO, es decir se paso de 4 empresa a 8 con FENO mayor, en el año 2012 se equipararan los dos indicadores con un 50% respectivamente pasado de 5 a 6 empresas con FENO mayor, los años 2009 y 2010 no presentan ningún cambio frente al análisis comparativo previo se mantiene el EBITDA Ajustado en un 58,33% y en el año 2011 se evidencia un cambio significativo se pasa de 2 empresas a 5, con un aumento del 16,67% a 41,67% en el FENO frente al EBITDA Ajustado en el total de las 12 empresas para ese año, además se pasa de un promedio en el quinquenio analizado de 8 empresas con mayor EBITDA a 6 empresas con un EBITDA AJUSTADO, es decir se pasa de 66,50% EBITDA a 51,67% con el nuevo indicador, lo que evidencia una equivalencia entre los dos indicadores, de esto se puede inferir que el subsector comercio menor debe contar con

mayor valor en sus inventario lo que respalda la necesidad de analizar la variabilidad del capital de trabajo.

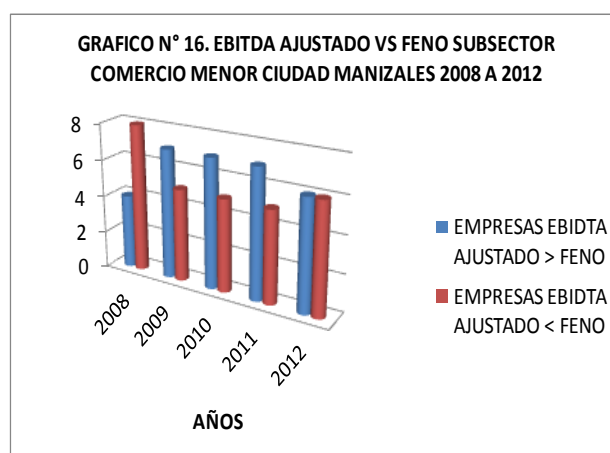


Ilustración 16 EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio menor, ciudad Manizales 2008 - 2012.

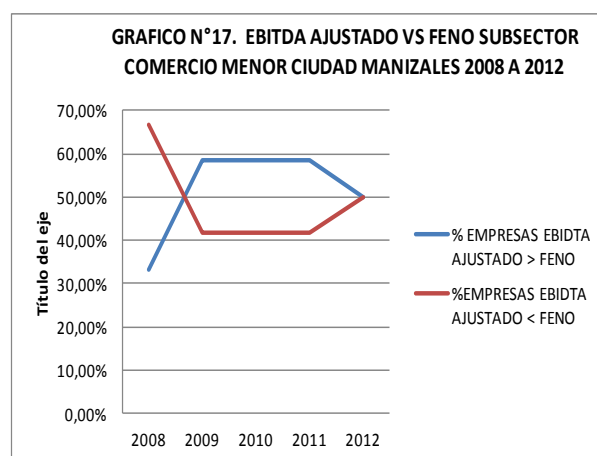


Ilustración 17 Resultado porcentual EBITDA AJUSTADO VS FLUJO FENO subsector comercio menor, ciudad Manizales 2008 - 2012.

Este subsector evidencia cambios importantes en el comparativo de EBITDA Ajustado VS FENO, aunque el nuevo indicador se mantiene levemente elevado en un 51,67%, se podría inferir que se equiparan los dos ya que este subsector el EBITDA Ajustado se equipara con el FENO, además se evidencia el cambio

en la relación del año 2008 se pasa de 4 a 8 empresas de las doce empresas con FENO mayor, y en el 2012 se equiparan estos indicadores

**Tabla 19 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN
SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES, MANIZALES 2008 A 2012**

TABLA N° 19. COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SUBSECTOR COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES, MANIZALES 2008 A 2012					
RESULTADOS FENO - EBITDA AJUSTADO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	2	2	3	2	5
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	33,33%	33,33%	50,00%	33,33%	83,33%
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	4	4	3	4	1
%EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	66,67%	66,67%	50,00%	66,67%	16,67%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

En este subsector se invierte el porcentaje de empresas con FENO mayor que el EBITDA AJUSTADO se pasa de 60% a 46,67%, donde los años 2008 y 2012 no se presenta ninguna diferencia frente al análisis previo y los años 2009, y 2011, se cambia la relación FENO mayor a EBITDA Ajustado pasado de 33,33% y 16,67% a 66,67%, a su vez en el año 2011, se aumenta el FENO y se equipara con el NUEVO indicador con un 50%, para obtener un promedio mayor a favor del FENO que pasa del 40% en el análisis anterior a un 53,33%, y el EBITDA ajustado baja de un 60% a un 46,67%, de esto podemos inferir que la variación del capital de trabajo sumada al EBITDA si nos permite tener una mejor aproximación al momento real de la empresa.

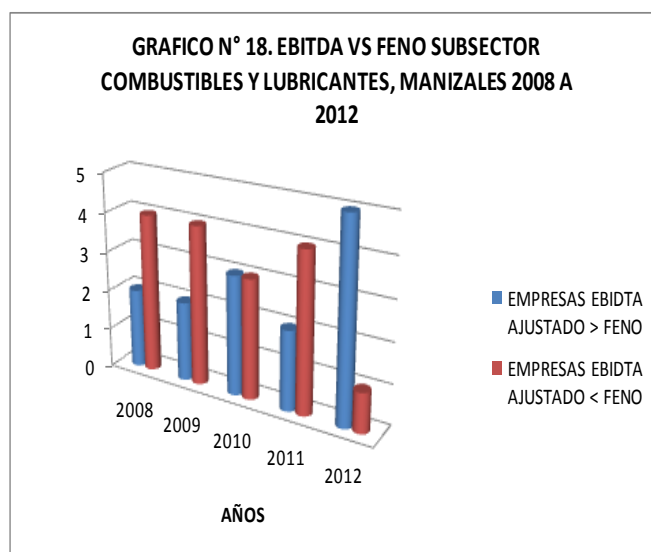


Ilustración 18 EBITDA VS FENO subsector combustibles y lubricantes, ciudad Manizales 2008 – 2012

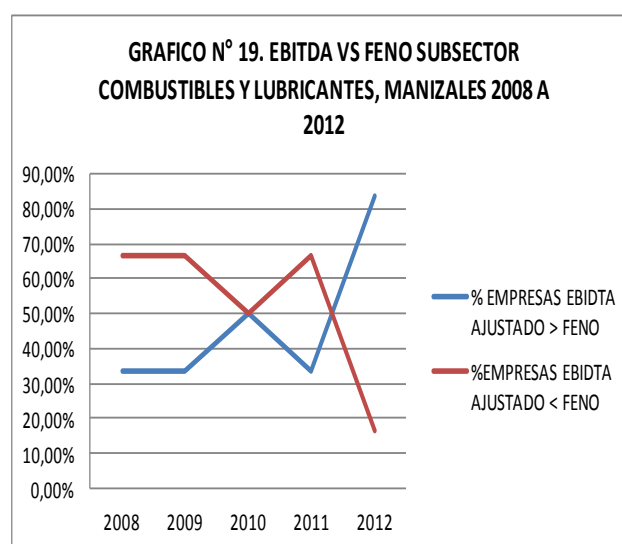


Ilustración 19 Resultado porcentual comparativa EBITDA AJUSTADO VS FLUJO EFECTIVO NETO OPERACIÓN, FENOR, subsector combustibles y lubricantes, ciudad Manizales 2008 - 2012

Se evidencia en la grafica tres años seguidos donde el FENO supera al NUEVO INDICADOR 2008, 2009 y 2011, aunque este subsector es el más pequeño en comparación con los otros, se evidencia como afecta positivamente la variación del capital de trabajo en el comparativo del NUEVO indicador VS el FENO. Se

resalta que este es el primer subsector donde en tres periodos el FENO es mayor que el NUEVO INDICADOR.

Tabla 20 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS, MANIZALES 2008 A 2012

TABLA N°20 COMPARATIVA EBITDA AJUSTADO VS FLUJO DE EFECTIVO NETO OPERACIÓN SUBSECTOR VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS, MANIZALES 2008 A 2012					
RESULTADOS EBITDA AJUSTADO - FENO					
	2008	2009	2010	2011	2012
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	7	8	7	8	7
% EMPRESAS EBITDA AJUSTADO > FENO	50,00%	57,14%	50,00%	57,14%	50,00%
EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	7	6	7	6	7
%EMPRESAS EBITDA AJUSTADO < FENO	50,00%	42,86%	50,00%	42,86%	50,00%

Elaboración propia. Fuente: Base de Datos SIREM de la Supersociedades.

Este subsector es que presente un comportamiento más estable con la comparación entre el EBITDA AJUSTADO y el FENO donde el 2009 se aumenta el FENO DE 28,57% a 42,86%, y donde tres periodos quedan 50%, es decir se optimiza el EBITDA con el complemento del la varianza del capital de trabajo. Se evidencia que los años 2008, 2010 y 2012 se equiparan los dos indicadores con un 50% respectivamente. El año 2011 no presenta ninguna variación y en el año 2009 el FENO pasa de 28,57% a 42,86% con el NUEVO indicador.

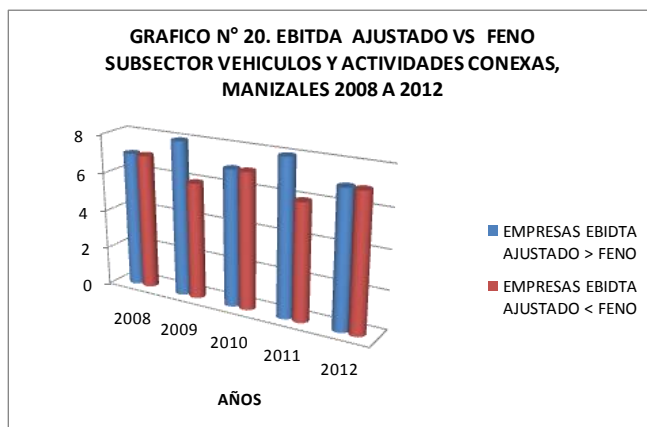


Ilustración 20 EBITDA AJUSTADO VS FENO subsector vehículos y actividades conexas, ciudad Manizales 2008 – 2012

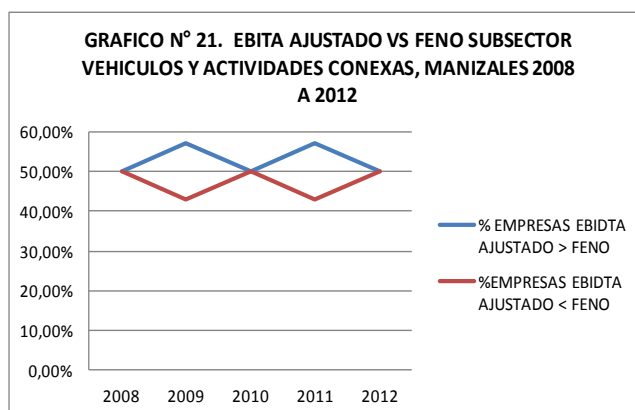


Ilustración 21 Resultado porcentual EBITDA AJUSTADO VS FENO subsector vehículos y actividades conexas, ciudad Manizales 2008 – 2012

Se observa tres periodos con relación 50% entre FENO y el NUEVO INDICADOR, con una variación de empresas de 4 a 6 con FENO Mayor, es decir pasa de un 35,71% a un 47,14%, una relación casi equivalente entre los dos indicadores, donde el años 2009 pasa de un 42,86 a un 50% y el año 2012 presenta la variación más significativa pasa de 14,29% a un 50%, lo que permite inferir la importancia de ajustar el EBITDA con la variabilidad del KT.

Tabla 21 COMPARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012

TABLA N° 21. COMPARATIVA PROMEDIO 5 AÑOS POR SUBSECTORES SECTOR COMERCIAL CIUDAD DE MANIZALES, 2008-2012					
EBITDA AJUSTADO VS FENO					
SUBSECTOR	COM. MAYOR	COM. MENOR	COMBUS	VEHICULOS	PROMEDIO
PROMEDIO EBITDA > FENO	16,6	6,2	2,8	7,4	33
% EBITDA AJUSTADO > FENO	61,48%	51,67%	46,67%	52,86%	55,93%
PROMEDIO EBITDA < FENO	10,4	5,8	3,2	6,6	26
% EBITDA AJUSTADO < FENO	38,52%	48,33%	53,33%	47,14%	44,07%

En esta tabla evidenciamos las diferencias por subsectores los cuales cambian con el nuevo indicador a favor del FENO donde evidenciamos que paso el subsector comercio mayor de 19 a 16,6 empresas, en los subsectores comercio menor, combustibles y vehículos se equiparan en un 50%, lo que nos muestra que el ajuste del EBITDA con la variación del Capital de Trabajo nos permite una mejor valoración de la empresas en un período de tiempo determinado, aunque en este sector donde los inventarios son bajos.

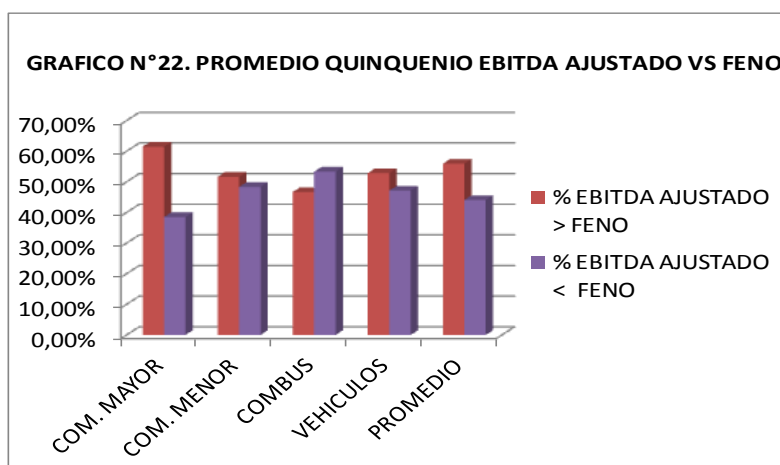


Ilustración 22 Promedio del quinquenio 2008-2012 EBITDA Ajustado VS FENO. Sector comercial ciudad de Manizales.

En promedio 33 de las 59 empresas es decir el 55,93% presentaron un EBITDA ajustado mayor, se evidencia una FENO mayor que pasó de 35,71% al 44,07 % de las empresas, solo en subsector comercio mayor mantiene un EBITDA ajustado mayor significativo aunque bajo de 70,37% del análisis previo a 61,48%.

CONCLUSIONES

- La mayoría de las empresas del sector comercial de la ciudad de Manizales en el quinquenio 2008 a 2012, 39 de las 59 es decir el 64,92% presentaron un indicador EBITDA mayor que el Flujo de Efectivo Neto de Operaciones FENO y a su vez con el nuevo indicador EBITDA AJUSTADO se evidencio que 33 de las 59 empresas presentaron un mayor valor frente al FENO. Esto nos permite ratificar nuestro planteamiento inicial de que el EBITDA nos da un mayor que el FENO y que esto nos puede llevar a generar una valoración inadecuada de una empresa en un periodo determinado.
- Se resalta que esperábamos que el nuevo indicador nos equipara o no permitiera tener una balanza comparado con el FENO, pero evidenciamos que en el sector comercial las variaciones del capital de trabajo ΔKT , se ven influenciadas por el rubro de inventarios ya que en este tipo de empresas éstos se manejan más por bajo la responsabilidad del proveedor que del comercializador, con esto se reconoce lo afirmado, en nuestro marco de referencia, que el EBITDA es ajeno a estas variaciones del KT dado que no las considera de manera original para su

cálculo, reforzando a favor las tesis de autores mencionados Jhon Percival, Benjamín Neuhausen y Jordan Rohan (2002).

- Para maximizar el EBITDA AJUSTADO, debería conjugarse lo siguiente en cuanto a los comportamientos de un año a otro en las cuentas involucradas en el capital de trabajo:

La disminución del saldo de inventarios con tendencia a 0

La disminución del saldo en caja y bancos con tendencia a 0

La disminución de las cuentas por cobrar con tendencia a 0

El incremento de las cuentas por pagar a proveedores.

A esto se le conoce como Administración del Capital de Trabajo.

- Se evidenció mayor importancia en la comparación del indicador propuesto EBITDA AJUSTADO frente al EBITDA, no tanto frente a los Flujos de Efectivo Neto de Operación. Esto se explica justamente en la misma fórmula planteada para el cálculo del indicador propuesto, ya que involucra directamente al EBITDA, el cual se ajusta por encima o por debajo de acuerdo a la variación sucedida en el capital de trabajo ΔKT , sin considerar el FENO.
- No se encontró una tendencia de comportamiento similar o relacionada entre el EBITDA y el FENO, por el contrario se evidencia asimetría entre estos dos indicadores, lo cual permite inferirse un manejo inadecuado del

capital de trabajo de las empresas del sector comercial, o por la sobredimensión del EBITDA por parte de la empresas que informan a la Superintendencia de Sociedades, inferimos sin que esto sin que sea una realidad, sólo lo inferimos a la luz del análisis de los datos encontrados donde se encuentran reportes del FENO tan variados.

- El indicador propuesto EBITDA AJUSTADO, al estar formulado en términos del EBITDA (Utilidad operacional con amortizaciones y depreciaciones) permitirá en su elaboración y análisis dar una buena idea del comportamiento operacional de la empresa independiente del sector económico, además se espera pueda reflejar mejor el estado de cambios del capital de trabajo ΔKT , permitiendo observar fluctuaciones convenientes o inconvenientes en las cuentas de caja y bancos, inventarios, cuentas por cobrar y cuando se involucren las cuentas por pagar que son las que lo conforman al restarse al capital de trabajo, conformarían la $\Delta KTNO$, varianza de capital de trabajo neto operativo.

RECOMENDACIONES

- Este análisis debería extenderse a otros sectores para confrontar los resultados entre ellos y otras ciudades, departamentos y/o nacional, por ejemplo el Sector industrial donde los inventarios juegan un papel importante en el análisis de las empresas. Y sería de gran interés para el estudio.
- Socializar este trabajo con los representantes de los sectores económicos y agrupaciones económicas con fin de que amplíen su horizonte en términos del análisis financiero y desde allí se enriquezca el debate, aplicación, pertinencia y críticas al indicadores propuesto el EBITDA AJUSTADO.
- La importancia del capital de trabajo para las empresas de cualquier sector se confirma en este trabajo; por esta razón se sugiere un proyecto que caracterice el comportamiento del capital de trabajo, KT, en un sector tipo y que desde la caracterización se puedan plantear alternativas concretas para su manejo más adecuado.

- Hacer un análisis de los resultados obtenidos del indicador EBITDA y del EBITDA AJUSTADO frente al comportamiento de las variables macroeconómicas como la inflación, las tasas de interés y la tasa de desempleo, por ejemplo, y analizar el comportamiento del indicador propuesto frente a estas.
- Hacer una mejor y más detallada categorización dentro de las empresas del sector comercial que permitan establecer otros parámetros de análisis asociados al EBITDA, al capital de trabajo y al EBITDA ajustado.
- Hacer un estudio de cuáles son las cuentas que más pueden influir o están más relacionadas en esos cambios bruscos del capital de trabajo, tanto a favor (siguiendo buenas prácticas) como en contra del mismo.
- Este trabajo se basó en el análisis exclusivo de los factores endógenos, es decir, en el comportamiento de las variables EBITDA y EBITDA AJUSTADO, de un año a otro en las empresas de la población que reportaron en ese quinquenio a la Supersociedades. Se requiere entonces ante las irregularidades encontradas y la falta de homogeneidad y tendencia creciente en los análisis de los indicadores, sopesar estos frente a variables exógenas como lo pueden ser los comportamientos de los indicadores macroeconómicos para un mismo período de tiempo, tales como: la inflación y las tasas de interés. Incluso

separando ciertas empresas más afectadas por el cambio de divisas se puede agregar la Tasa de Cambio en dicho estudio.

CRONOGRAMA

Actividad	jun- 14	jul- 14	Ago- 14	Sep- 14	Oct- 14	Nov- 14	Dicr- 14
Realización del anteproyecto							
Presentación y sustentación anteproyecto							
Ajustes al anteproyecto de acuerdo a observaciones de jurados							
Revisión bibliográfica y marco teórico							
Obtención de los estados financieros del SIREM 2003-2012							
Obtención de la población, empresas que reporten durante los 5 años							
Cálculo del EBITDA							
Análisis comparativo de los resultados para el cálculo de EBITDA y FEO							
Cálculo de las variaciones del capital de trabajo							
Formulación del indicador propuesto y cálculo de este							
Presentación del informe final							

PRESUPUESTO

10.1 PRESUPUESTO GENERAL:

Rubros	Fuente	
	UAM	Propios
PERSONAL	\$ 1.500.000	
EQUIPO DE CÓMPUTO		\$ 2.000.000
VIAJES		\$ 2.400.000
MATERIALES		\$ 300.000
SOFTWARE (OFFICE)		\$ 700.000
TOTAL	\$ 1.500.000	\$ 5.400.000

10.2 RECURSO HUMANO:

Nombre del asesor	Formación académica	Función dentro del proyecto	Recursos	Total
Gabriel Edo. Escobar	Maestría	Asesor	UAM	\$ 1.500.000

10.3 EQUIPO DE CÓMPUTO:

Equipo	Total
Computador portátil	\$ 2.000.000

10.4 VIAJES:

No. de viajes Btá-Mzl	Justificación	Pasajes	Recursos	Total
6	Reuniones de seguimiento con el Director y Sustentaciones	\$ 400.000	Propios	\$ 2.400.000

10.5 MATERIALES:

Materiales	Justificación	Valor
Resmas de papel	Impresión final	\$ 70.000
Cartuchos impresora	Impresión de documentación	\$ 210.000
CDs	Recolección de información	\$ 20.000
TOTAL		\$ 300.000

BIBLIOGRAFÍA

- Acuña, G. EVA Valor Económico Agregado. Universidad Nacional de Colombia. Marzo 2001. Parte 1,2y3. <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%209/Eva2.htm>
- Batidas M, C. Ebitda, ¿es un indicador financiero contable de agregación de valor? Revista CAPIC, Concepción, Chile. Vol 5, Pág. 41-54. Recuperado de sitio web: www.capic.cl/capic/media/art4vol5.pdf. 2007
- Bruneau, J. P. (1991). *Psicoanálisis y empresa. Cómo utilizar el psicoanálisis para comprender la empresa*. Buenos Aires: Granica.
- Brigham, F. & Houston, J. Fundamentos de administración financiera. Ed. Thomson, Décima edición, 2005.
- Cardona, G, J. Generadores de valor, en Inductores de valor. 2007. Arc. Uvirtual. uvirtual.udem.edu.co/mod/resource/view.php
- Cassetta Vallejo, O, A. Costo de Oportunidad y Valor Económico Agregado Economía y finanzas. 06 / 11 / 2012. www.gerencie.com
Chen, N & Mahajan, A. Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Liquidity, 2008, tomado de <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2008-athens/Mahajan.pdf>
- Cornejo, E. & Díaz, D. Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo. Revista Facultad de Economía y Negocios U de Chile, 2006. Pag 36-40. Tomado <http://www.captura.uchile.cl/handle>

- Decreto 2649 de 1993. República de Colombia. Superintendencia Financiera. Por el cual se reglamenta la contabilidad en general y se expiden los principios o normas de contabilidad generalmente aceptados en Colombia
- EBITDA:
<http://books.google.es/books?id=LuAd1VkrvJ8C&lpg=PA205&ots=a5-bVvQQ2F&dq=ebitda&lr&hl=es&pg=PA205#v=onepage&q=ebitda%20ebitda&f=true>
- Ehrhardt, M. & Brigham, E. Finanzas Corporativas, Cengage Learning, Segunda Edición, México 2007
- Emery, R. D, Finnerty, J.D, Stowe, J. Fundamentos de administración financiera, 2000. Pag 572.
- Estupiñan G, R. Estado de flujos de efectivo. Ecoe editores. 2 edi. 2009.
- Fierro, A. (2011). *Contabilidad del patrimonio*. Bogota: ECOE.
- Flórez, L. Evolución de la Teoría Financiera en el Siglo XX. Ecos de Economía No. 27 pp. 145-168. Medellín, octubre de 2008
- Flujo de efectivo por el método directo, Contabilidad. 10 / 09 / 2013.
www.gerencie.com
- Fornero R. Análisis financiero con información contable.
http://www.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap%205%20Flujo%20de%20fondos.pdf
- Gaitán, R. & Gaitán, O. Análisis Financiero y de Gestión, Ocoe Ediciones, 2006.
- García S, O. L. Administración financiera, fundamentos y aplicaciones. Edit. Prensa moderna, 4ta edición, 2009.

- Gitman L. J. Fundamento de administración financiera. México DF, Edit. Harda SA, 1978. Cap. 5.
- It time to get rid of Ebitda? Escuela Wharton Universidad de Pensilvania nov 6 2002. De <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-get-rid-of-ebitda/>
- Indicadores Financieros. Asesores Corporativos Integrales LTDA Consultada septiembre 29 de 2013 ASECORP LTDA. Colombia. De <http://www.epm.net.co/~asecorp/documentos/indfin.pdf>.
- Jimenez, J.A, Trabajo Grado MBA. Diseño de nuevo indicador financiero para medir el flujo de efectivo de manera alternativa al EBITDA en las empresas del sector servicios en la ciudad de Manizales. 2014.
- Kaplan, R. Gerencia estratégica y balanced scorecard. Asesorías integrales en gerencia s..1996
- Kaplan, R. & Norton,D.UsingThe Balanced ScoreCard as a Strategic Management System. Harvard Business Review, 1996.
- Ley 222 de 1995. República de Colombia.
- Moody's Investor Services (2000).*Putting EBITDA in Perspective*. Global Credit Research. New York.Recuperado el 4 de febrero de 2012 del sitio Web Goizueta: <https://community.bus.emory.edu/club/GIM/Shared%20Documents/Putting%20EBITDA%20Into%20Perspective.pdf>
- Moody's Investor Services (2011). *Anatomy of EBITDA, a Financial Metricthat Confuses Homebuilding Analysis*.Anuncio. Recuperado el 4 de febrero del sitio Web Moody's Investor Services: <http://www.moodys.com/research/Moodys-Anatomy-of-EBITDA-a-Financial-Metric-that-Confuses-Homebuilding>

- Muñoz, R. (2002). Paradigmas Organizacionales. *Revista Universidad EAFIT* N°127, 9-17.
- Neffa, G. Abril 2014 Rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) y fórmula de Dupont, Analista / SaladeInversion.com, Argentina. <http://latin.saxobank.com>.
- Neffa, G. Septiembre 2014 La fórmula de Dupont para calcular la rentabilidad de una empresa, Analista / SaladeInversion.com. Argentina. <http://latin.saxobank.com>
- Ortiz A, H. Análisis financiero aplicado, y principios de administración financiera. 2006. Uni. Externado de Colombia. 13 edi. Cap. 8
- Percival, J. Profesor asociado de finanzas en Wharton Universidad de Pensilvania. Noviembre 2002, Referencia tomada de <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/is-it-time-to-get-rid-of-ebitda/>
- Principales Indicadores Financieros y de Gestión. Instituto Nacional de Contadores Públicos. Colombia. De <http://incp.org.co/Site/2012/agenda/7-if.pdf>. Consultada julio 14 de 2014.
- Rodríguez, A. El EBITDA, una herramienta de análisis financiero. Revista de la Facultad de Contabilidad y Finanzas, Universidad De la Habana, 2010. Pag. 135-142
- Ross, Westerfield & Jordan. Finanzas corporativas. Edit. Mac Graw Hill, 7 Edición. 1997
- Supersociedades. (2008-2012). *SIREM*. Obtenido de <http://sirem.supersociedades.gov.co/Sirem2/index.jsp>

- Thomas R. & Gup B. (2009). EBITDA: Down but Not Out. En Wiley Finance Editor, The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners. Chicago. Recuperado el 4 de febrero de 2012 del sitio Web de Culverhouse College of Commerce: <http://www.cba.ua.edu/assets/docs/EBITDA>
- Velazco C. Jader (2011), Tesis de grado. *Esquema de decisión de inversión a partir del análisis del EBITDA. Estudio de caso para el sector de consumo Discrecional del Standard and Poor's 500 en el periodo 1992- 2011*. Uni. De Medellín.
- Van, James & Wachowics, John, (2002), Fundamentos de Administración Financiera. Pearson Educación, México 2002.
- Weston y Copeland. Finanzas en Administración. Mac Graw Hill. Vol. 1. 9 Edición. 1997.
- Wild, Subramanyam & Halsey. Análisis de estados financieros. Mac Graw Hill. 9 edición. 2007. Cap. 7